

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

ANDREA DÉCOURT SAVELLI

A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ESTRUTURA DE CAPITAL
E NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO

São Paulo
2018

ANDREA DÉCOURT SAVELLI

A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ESTRUTURA DE CAPITAL
E NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção de título de Mestre em Administração de Empresas.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Eli Hadad Junior

São Paulo
2018

S266i Savelli, Andrea Décourt.

A influência da governança corporativa na estrutura de capital e no desempenho financeiro das companhias brasileiras de capital aberto. / Andrea Décourt Savelli.

86 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019.

Orientador: Prof. Dr. Eli Haddad Junior.

Bibliografia: f. 69-83.

1. Governança corporativa. 2. Endividamento. 3. Estrutura de capital. 4. Desempenho financeiro. I. Haddad Junior, Eli, *orientador*. II. Título.

CDD 338.74

ANDREA DÉCOURT SAVELLI

A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ESTRUTURA DE
CAPITAL E NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-
Graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie, como
requisito parcial à obtenção de título de Mestre
em Administração de Empresas.

Aprovada em 07 de fevereiro de 2019.


BANCA EXAMINADORA



Prof. Dr. Eli Hadad Júnior
Universidade Presbiteriana Mackenzie



Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie



Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
FECAP - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado

Dedicatória

Ao meu marido André M. L. Savelli, por trazer luz e alegria à minha vida.

Agradecimentos

A Deus, por tudo.

Ao meu marido, pais e irmãos pelo amor, carinho, incentivo e ajuda.

Ao professor Dr. Eli Hadad Júnior, por ser meu orientador, pela confiança e disponibilidade em auxiliar, sempre.

Ao professor Dr. Wilson Toshiro Nakamura, por todo o apoio, atenção e ensinamentos.

Ao professor Dr. Edison Simoni da Silva, pelas relevantes contribuições.

Ao professor Gustavo Gomes de Freitas, pelas aulas de estatística e econometria.

Aos colegas André, Johnny Mendes e Maurício Takahashi, por me ajudarem na coleta de dados.

Aos professores do PPGA, colegas de turma e demais amigos que fiz durante essa jornada, especialmente a Marisa, Graciela, Luis e Peter, sem os quais a conclusão do curso teria sido mais difícil.

Ao Programa de Pós-Graduação do Mackenzie e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela concessão de minha bolsa de mestrado.

"Se você quer construir um navio, não chame as pessoas para juntar madeira ou atribua-lhes tarefas e trabalho, mas sim ensine-os a desejar a infinita imensidão do oceano".

Antoine de Saint-Exupéry

Resumo

O presente trabalho investiga a relação da governança corporativa (GC) na estrutura de capital e no desempenho financeiro das empresas não financeiras listadas no índice Brasil (IBrX-50) entre os anos de 2010 e 2017. Para isso foi realizada uma revisão da literatura sobre governança corporativa e estrutura de capital e a coleta dos dados necessários no banco de dados da *Bloomberg*, *Capital IQ* e *Economática*, os quais foram inseridos no *software Stata*. Após a análise de 14 modelos (3 regressões com dados em painel estático e efeitos fixos e 11 regressões com dados em painel estático e efeitos aleatórios), verifica-se que as variáveis de GC que mais se destacam são as de concentração de propriedade, de porcentagem de conselheiros independentes no conselho e a presença de dualidade do CEO. Os resultados apontam que a variável de concentração de propriedade apresenta uma relação negativa com o desempenho da empresa e positiva para o endividamento, assim como indica que uma porcentagem maior de conselheiros independentes está positivamente relacionada a um maior endividamento. Os resultados para a presença de dualidade do CEO em relação à alavancagem são mistos e sugerem que a dualidade melhora o desempenho, o que contraria o esperado. As variáveis de controle que apresentam significância estatística são: tamanho, idade de constituição da empresa (apenas para o painel de efeito fixo e em relação às variáveis de desempenho), crescimento das vendas (em relação às variáveis de alavancagem) e liquidez corrente (em relação às variáveis de alavancagem).

Palavras-chave: Governança corporativa. Endividamento. Estrutura de capital. Desempenho financeiro.

Abstract

This paper investigates the relationship between corporate governance (CG) in the capital structure and financial performance of non-financial companies listed in the Brazilian index (IBrX-50) between 2010 and 2017. For this purpose, a review of the literature on corporate governance and capital structure and the collection of necessary data in the Bloomberg, Capital IQ and Economática database was done, which were included in the Stata software. After analyzing 14 models (3 regressions with static panel data and fixed effects and 11 regressions with static panel data and random effects), we can see that the most relevant CG variables are ownership concentration, percentage of independent directors on the board and the dual presence of the CEO. The results evince that the ownweship concentration variable shows a negative relation with the company's performance and positive for the indebtedness, as well as indicates that a higher percentage of independent directors is positively related to a higher indebtedness. The results for CEO dual presence in relation to leverage are mixed and suggest that duality improves performance, which is contrary to expectations. The control variables that present statistical significance are: size, age of incorporation (only for the fixed effect panel and in relation to the performance variables), sales growth (only in relation to leverage variables) and current ratio (in relation to the leverage variables).

Key words: Corporate governance. Indebtedness. Capital structure. Financial performance.

Lista de Figura

Figura 1- Desempenho IGC x Ibovespa.....	26
--	----

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Fixos – M0.....	48
Tabela 2 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Fixos – M1.....	49
Tabela 3 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Fixos – M2.....	49
Tabela 4 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M0.....	50
Tabela 5 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M1.....	51
Tabela 6 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M2.....	51
Tabela 7 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M3.....	52
Tabela 8 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M4.....	53
Tabela 9 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M5.....	54
Tabela 10 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M6.....	54
Tabela 11 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M7.....	55
Tabela 12 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M8.....	56
Tabela 13 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M9.....	57
Tabela 14 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M10.....	56

Lista de Quadros

Quadro 1 - Importância das Variáveis dos Modelos Econométricos.....	42
Quadro 2 - Medidas e Fontes das Variáveis dos Modelos Econométricos.....	43
Quadro 3 - Composição da Amostra Final.....	46
Quadro 4 - Síntese dos Sinais Encontrados.....	61

Lista de Abreviaturas e Siglas

ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas

ALAV – Alavancagem Financeira

ANIMEC – Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais

B3 – Brasil, Bolsa e Balcão

BPCG – Boas Práticas de Governança Corporativa

CEO – *Chief Executive Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFC – Demonstração dos Fluxos de Caixa

DPROIC – Desvio Padrão do ROIC

DROA – Desvio Padrão do ROA

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

EUA – Estados Unidos da América

FCO – Fluxo de Caixa das Operações

GC – Governança Corporativa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores

IFC – *International Finance Corporation*

ILC – Índice de Liquidez Corrente

JSCP – Juros sobre Capital Próprio

NM – Novo Mercado

OECD – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

ONs – Ações Ordinárias

PNs – Ações Preferenciais

POT – *Pecking Order Theory*

ROA – Retorno sobre Ativos

ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido / *Return on Equity*

ROIC – Retorno sobre o Capital Investido

SOX – Lei *Sarbanes-Oxley*

TOT – *Trade-off Theory*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	8
1.1 Contextualização.....	8
1.2 Problema de Pesquisa	11
1.3 Objetivo do Estudo	12
1.4 Hipóteses de Pesquisa	12
1.5 Justificativa e Contribuições.....	15
1.6 Metodologia.....	17
1.7 Estrutura de Organização do Trabalho	19
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	20
2.1 Estrutura de Capital.....	20
2.2 Governança Corporativa	23
2.2.1 Teoria da Agência.....	27
2.2.2 Teoria da Sinalização.....	31
2.2.3 Conselho de Administração	32
2.2.4 Remuneração dos Executivos (Administradores).....	36
2.2.5 Concentração de Propriedade	38
3. BANCO DE DADOS	41
3.1 Variáveis Dependentes.....	41
3.2 Variáveis Independentes	41
4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	44
4.1 População e Amostra	44
4.2 Regressão Múltipla com Dados em Painel	44
4.3. Equações Econométricas	45
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
5.1 Amostra.....	46
5.2 Estatística Descritiva.....	47
5.3 Análise de Correlação	47
5.4 Dados em Painel	47
6. CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	65
APÊNDICE A. Estatística Descritiva.....	80
APÊNDICE B. Análise de Correlação	82

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A governança corporativa (GC) surgiu a partir de uma ação reflexiva em torno da ética, como forma de proteção aos acionistas, a fim de evitar que possíveis abusos fossem praticados pelos executivos. No Brasil, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999, o qual reconhece que a implantação da GC contribui para um desenvolvimento econômico sustentável, proporcionando melhorias no desempenho das empresas e acelerando resultados, além de facilitar o acesso a fontes externas de recursos.

Casos relacionados às manipulações contábeis foram descobertos, como o da *Enron Corporation* em 2001, o da *Tyco International*, em 2002, o da *HealthSouth Corporation*, 2003 etc. A *Satyam Computer Services*, por exemplo, era uma empresa indiana de serviços de TI e *back-office* com base em *Hyderabad*, na Índia. Em 2009, descobriu-se que ela tinha inflado a receita em US\$ 1,5 bilhão, marcando um dos maiores escândalos contábeis do mundo (JORNAL CONTÁBIL, 2017).

A questão é: como os conselhos foram incapazes de identificar previamente tais fraudes, se diversos estudos posteriores apontaram que os sintomas eram evidentes com bastante antecedência? Isso fez com que surgisse um clima de desconfiança nos mercados e, consequentemente, os investidores passaram a buscar oportunidades de negócios mais sólidas, seguras e transparentes.

A evolução da GC no país é perceptível ao se comparar a quantidade de empresas que adotaram formalmente as práticas de Governança ao longo dos anos (IBGC, 2010). O debate sobre a GC foi moldado, por décadas, pela visão de que as grandes empresas modernas possuem propriedade acionária dispersa. O problema de agência estava centrado no conflito entre os administradores (representantes) e acionistas (representados).

O oportunismo consistiria, portanto, de decisões dos administradores que visassem interesses próprios em detrimento à maximização do valor das ações. Dentro desse paradigma, a boa governança empresarial pode ser entendida como a adoção de mecanismos que forcem os administradores (não acionistas) a proteger o interesse dos acionistas. Esta,

porém, é apenas uma categoria de conflito de agência, derivada das condições que prevalecem quando a estrutura de capital é pulverizada, qual seja: a propriedade e a gestão não são exercidas pelo mesmo agente.

O controle concentrado nas mãos de uns poucos acionistas majoritários, por sua vez, pode levar à justaposição propriedade-gestão. Nestes casos, a questão central de agência desloca-se do conflito executivos – acionistas para o conflito majoritários-minoritários. Não são mais os acionistas que buscam proteção contra o oportunismo do administrador, mas os minoritários que veem seus direitos, sua riqueza e seu retorno serem solapados pelos majoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

No caso brasileiro o mercado é caracterizado pela presença de controladores, os quais, muitas vezes, mantêm excesso de direitos de voto (SILVA; KAYO; NARDI, 2016). Além disso, como existe a possibilidade de emissão de ações preferenciais (PNs), o acionista controlador pode ter uma pequena parte da propriedade e ter a maioria do controle. O estudo de Silva e Leal (2005) com empresas brasileiras listadas indica um alto grau de concentração do controle e propriedade e mostram “uma diferença significativa entre o capital votante e o capital total dos maiores acionistas, principalmente através da existência de ações sem direito de voto”.

Na visão de Silveira *et al.* (2004), o conflito entre acionistas controladores e minoritários é o principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras. Segundo os autores, o problema ocorre como decorrência da presença de uma estrutura de propriedade concentrada nas empresas e, como já mencionado, “é reforçado pela separação entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa por meio da emissão de duas classes de ações — com e sem direito a voto”.

Diversas boas práticas de governança não são previstas na atual Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.494/76), lei que nem sempre satisfaz as necessidades dos investidores. Para atender a essa demanda, a B3 criou níveis de GC com um conjunto de regras societárias mais rígidas do que as existentes na lei, os quais se distinguem pelas práticas de governança adotadas. Tais práticas são definidas como sendo um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. Elas facilitam a criação de

valor para os acionistas mediante a gestão dos negócios, de forma a garantir que o interesse individual e coletivo de todos os interessados seja protegido (HASAN, 2009).

A premissa adotada na criação dos segmentos especiais de listagem é a de que a adoção de boas práticas de governança corporativa (BPCG) é capaz de permitir a redução da percepção de risco por parte dos investidores. Desta forma, a redução da assimetria informacional e os direitos e garantias adicionais poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações (B3, 2018). É o que restou demonstrado com o estudo realizado por Matos (2017), o qual atestou o sucesso do Novo Mercado (NM), nível mais alto de governança da B3 lançado em 2000. O autor afirma que os investidores recompensam as empresas do NM com múltiplos de mercado mais elevados.

Besarria (2015), seguindo a mesma linha, comprovou que as ações do NM são as que apresentam o menor risco, seguida pelas listadas no Nível 2, ou seja, que o risco aumenta conforme diminui o número de BPGC empregadas, o que reforça a ideia de que a ampliação dos direitos societários reduz os riscos de investimento. Nesse sentido, Thiel (2014) apurou que as empresas listadas nos segmentos de negociação Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da B3 foram, na média, mais valorizadas pelo mercado do que as listadas no segmento tradicional.

O sucesso da iniciativa da B3 pode ser facilmente comprovado pelo nível de adesão das empresas ao Novo Mercado e aos Níveis 1 e 2 de governança (COLLOCA, 2009). Conforme relatado no trabalho de Claessens e Yurtoglu (2012), as empresas escolhem o segmento em que serão listadas de acordo com o que for mais conveniente a elas, pois a decisão é voluntária (não há obrigação legal).

No entanto, os resultados empíricos do estudo de Maestri *et al.* (2016), indicam que as empresas participantes dos níveis 1 e 2 e Novo Mercado não apresentam relação estatisticamente significativa com o seu custo de capital próprio, o que não era esperado, segundo os autores, devido à redução do risco percebido pelos investidores. O estudo de Santos Silva e Martins (2015), por sua vez, obtém que 6 de 13 práticas de governança foram significativas na explicação do valor, e que apenas 3 delas se destacaram positivamente: demonstrações financeiras traduzidas para o inglês; a oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico; e a adesão à câmara de arbitragem.

No Brasil, onde predomina a concentração de propriedade, os conflitos aumentam quando a empresa cresce e novos sócios passam a integrá-la, e para que as questões sejam resolvidas em benefício da empresa, há a necessidade de serem criados um conjunto eficiente de mecanismos (tanto de incentivos, quanto de monitoramento). Afinal, são eles que irão assegurar que os administradores se comportem bem (IBGC, 2018). É o que afirma Almeida *et al.* (2010): “para minimizar os prejuízos causados pelos problemas de agência faz-se necessária a adoção de alguns mecanismos de governança”.

No entanto, Wen *et al.* (2002) vislumbram um problema ao concluírem que os executivos tendem a perseguir menores níveis de alavancagem nos casos em que haja uma estrutura de governança forte, como forma de priorizar seu interesse particular, especialmente da permanência do emprego, já que se a estrutura de governança seria suficientemente forte para punir o fraco desempenho.

Embora Jiraporn *et al.* (2012) também apontem evidências de que as empresas com fraca governança são significativamente mais alavancadas, para eles, as empresas com fraca governança têm desempenho pior do que as empresas com forte governança. Claessens *et al.* (2002) sustentam que uma melhor governança beneficia as empresas por meio de maior acesso a financiamentos, menor custo de capital, melhor desempenho e tratamento mais favorável de todas as partes interessadas.

Em suma, há fortes indícios de que a GC afeta o desenvolvimento e o funcionamento dos mercados de capitais, além de exercer forte influência na alocação de recursos.

1.2 Problema de Pesquisa

Diversos estudos encontram que a qualidade da governança influencia o ambiente de financiamento da empresa (por exemplo, JUNG *et al.*, 1996 e SHLEIFER; VISHNY, 1997). No entanto, a evidência empírica observada na literatura ainda é inconclusiva e com muito foco nos mercados de capital desenvolvidos. Diante desta conjuntura, a seguinte questão de pesquisa é levantada: **As boas práticas de GC estão relacionadas ao desempenho e à alavancagem financeira das empresas brasileiras?**

1.3 Objetivo do Estudo

O objetivo desta pesquisa é investigar se há relação entre a adoção de boas práticas de governança corporativa, desempenho e estrutura de capital das empresas brasileiras, mediante o teste das hipóteses a seguir expostas.

1.4 Hipóteses de Pesquisa

Uma melhor governança está associada a menores custos de financiamento da dívida (KLOCK et al., 2005). Além disso, a alavancagem pode atuar como um mecanismo para mitigar os custos do conflito de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986). Os resultados encontrados por Florackis e Ozkan (2009) revelam que a GC interna e incentivos gerenciais influenciam na determinação da alavancagem e segundo eles, espera-se que as empresas com forte CG tenham acesso mais fácil aos mercados de capitais, ou seja, acreditam que possam ter uma alavancagem maior.

No estudo de Silva, Kazuo e Lima (2017) os resultados demonstram que a GC, normalmente citada como determinante da estrutura de capital, tem significância estatística com sinal positivo. Para os autores, “as empresas com nível superior de governança, aparentemente, geram maior confiança nos fornecedores de crédito”, o que pode facilitar o acesso a financiamento via debêntures (instrumento típico de financiamento de longo prazo do mercado de capitais brasileiro).

As práticas de governança sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a estrutura de propriedade e conselho de administração, apresentam resultados com significativa influência, com sentido positivo, o que sugere que a GC pode ser um determinante relevante da estrutura de capital (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

A teoria da agência propõe que a inclusão de pessoas independentes e externas nos conselhos de administração permite que este seja mais eficaz em monitorar os administradores. Para Muniandy e Hillier (2015), um conselho de administração independente pode atrair investidores. Berger *et al.* (1997) mostram que as empresas com conselhos maiores são mais endividadas do que as que possuem conselhos menores, e sugerem que as

empresas com conselho grande tendem a usar mais financiamento por dívida do que capital próprio.

Para Detthamrong *et al.* (2017) a diversidade leva à inovação e criatividade, e encontram que mais conselheiros do sexo feminino está associado a uma maior alavancagem financeira, para empresas pequenas. Isto porque, argumentam os autores, conselheiros do sexo feminino podem ter habilidades melhores de comunicação do que suas contrapartes masculinas e, conseqüentemente, ter melhores chances de convencer o gestor e o conselho para que haja uma alavancagem maior.

Barber e Odean (2001) analisaram negociações feitas por investidores e descobriram que os homens negociavam as ações com mais frequência do que as mulheres (documentaram que os homens negociam 45% mais que as mulheres). Mostraram também que as negociações frequentes não aumentavam o desempenho da carteira bruta, isto é, descobriram que após a dedução dos custos de negociação, o desempenho das mulheres era superior ao dos homens. Concluíram que o baixo desempenho dos homens era devido ao excesso de confiança.

Wiwattanakantang (1999) mostra que a concentração de propriedade tem um efeito positivo sobre a alavancagem financeira, assim como Paligorova e Xu (2012), que encontram que as empresas com maior concentração de propriedade têm maior alavancagem do que aquelas com concentração menor. Assim sendo, a seguinte hipótese é proposta:

H1: As BPGC estão positivamente relacionadas com a alavancagem financeira das empresas

O estudo de Silva e Leal (2005) com empresas brasileiras listadas indicam que “as firmas com melhor governança corporativa têm um desempenho (retorno sobre o ativo) significativamente superior”.

Ao considerar que Haniffa e Hudaib (2006) encontram um impacto negativo da dualidade do CEO no desempenho das empresas na Malásia, assim como Bhagat e Bolton (2008) em relação às empresas nos EUA, e que resultados semelhantes foram relatados com dados da Nova Zelândia por Prevost *et al.* (2002), do Canadá, por Bozec (2005), Hong Kong, por Tsui *et al.* (2001), e Reino Unido por Veprauskaite e Adams (2013) e Dahya e McConnell

(2007), acredita-se que a dualidade do CEO está negativamente associada ao desempenho da empresa.

Jackling e Johl (2009) concluem que a independência do conselho tem um impacto positivo no desempenho das empresas na Índia. Da mesma forma, Muniandy e Hillier (2015) relatam que a independência do conselho influencia positivamente o desempenho da empresa na África do Sul.

Para Boshkoska (2015), existem vários métodos pelos quais os acionistas de uma empresa podem controlar as operações dos administradores, sendo que um deles é o de utilizar a remuneração com base no desempenho. A relação entre desempenho e remuneração executiva encontrada por Gomez-Mejia *et al.* (1987) é positiva, bem como para Murphy (1985), que mede o desempenho pela taxa de retorno realizada pelos acionistas.

Hutchinson *et al.* (2015) e Carter *et al.* (2003) constataam que a diversidade de gênero no conselho está associada positivamente ao desempenho. Strom *et al.* (2014) acham que ter um CEO ou um conselheiro do sexo feminino no conselho de administração resulta em melhor desempenho financeiro.

O tamanho do conselho de administração desempenha um papel importante na capacidade dos conselheiros de supervisionar e controlar os gerentes (Anderson *et al.*, 2004). Um conselho grande tem uma maior probabilidade de fornecer mais acesso a vários recursos do que um conselho pequeno. Conselheiros com experiência e conhecimento diversificados provavelmente melhoram o desempenho da empresa. Jackling e Johl (2009) encontram que o tamanho do conselho tem um impacto positivo no desempenho das empresas na Índia.

A separação de propriedade e controle oferece oportunidades para que os gerentes tomem decisões que são benéficas para eles, o que pode prejudicar o desempenho da empresa. Para Maury (2006), o controle pode reduzir o problema de agência entre proprietários e gerentes. De fato, a propriedade concentrada pode aumentar o monitoramento gerencial e assim, melhorar o desempenho das empresas (AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Wiwattanakantang (2001) e Nguyen (2011) consideram que a concentração de propriedade está positivamente associada ao desempenho da firma. Com base em todo o exposto, espera-se que:

H2: As BPGC estão positivamente relacionadas com o desempenho das empresas.

1.5 Justificativa e Contribuições

A GC é muito importante para a credibilidade e para o crescimento econômico, não só das empresas, como dos países. As falhas na gestão podem causar grandes prejuízos aos acionistas e colocar em risco a credibilidade do mercado de capitais como um todo. A proteção aos acionistas minoritários se mostra cada vez mais relevante.

Administradores e estudiosos na área de finanças têm buscado a maximização do valor das empresas mediante a escolha do ponto ótimo de financiamento de suas atividades. Com efeito, o financiamento por meio de dívida tem uma importante vantagem sobre o lucro das empresas, pois os juros pagos são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, enquanto que os fluxos de caixa do patrimônio líquido (dividendos), não são. Pode-se dizer que esse benefício será superior quanto maior for a alíquota tributária da entidade que assume a dívida (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

No Brasil este incentivo é menor em função dos juros sobre capital próprio (JSCP), que é uma outra forma da empresa distribuir os seus lucros, criado pela Lei n. 9.249/95. Eles, de acordo com Gomes *et al.* (2015), podem ser considerados um benefício fiscal. Estudo desenvolvido no país por Ness e Zani (2001), indicam que a instituição desses juros nos anos 90 diminuiu a carga fiscal das empresas, mas não a ponto de estimular um maior uso de capital próprio em detrimento de capital de terceiros. FONSECA *et al.* (2017) encontram que "as empresas que pagam JSCP se endividam menos que aquelas que não o fazem".

Verificar se a GC influencia na alavancagem da empresa é importante para auxiliar o administrador a encontrar o ponto ótimo de alavancagem (ponto de maior benefício fiscal), além de ajudar na compreensão de como as decisões de financiamento se relacionam com a política corporativa da empresa. Conforme Hall (2004), as decisões estratégicas correspondem às grandes decisões referentes à condução dos negócios da empresa, ou seja, a decisão de adotar ou não práticas de boa governança é uma delas. Por estarem interconectadas, as decisões financeiras devem ser incorporadas à estratégia geral da empresa.

Na literatura há vários estudos sobre GC pois, como já mencionado, ela é importante para a construção de um ambiente de responsabilidade, confiança e transparência. Isso porque ela não só ajuda a reduzir conflitos entre agentes, como ainda sinaliza aos investidores e/ou outras partes interessadas que os administradores são capazes de gerir os fundos de forma a maximizar o valor da empresa. No entanto, ainda não está claro como melhorar a governança corporativa.

Como as BPGC muitas vezes variam entre os países e até mesmo entre as empresas dentro de um país, uma abordagem mais flexível geralmente é apropriada. Existem diferentes abordagens, e uma delas trata as regras legais como centrais. Neste caso, a boa governança seria alcançada principalmente por meio de regras que protegem os investidores minoritários. Provavelmente a governança ideal difere entre mercados desenvolvidos e emergentes e, potencialmente, também entre diferentes mercados emergentes (BLACK *et al.*, 2012).

Segundo Matos (2017), a melhoria dos padrões de governança irá ajudar a impulsionar o mercado de ações local como uma importante fonte de capital para a atividade econômica no Brasil. La Porta *et al.* (2000) descrevem evidências de que a proteção aos investidores traz, dentre outros, os seguintes benefícios: expansão dos mercados financeiros, facilidade de financiamento externo para novas empresas, melhoria da eficiência na alocação de investimentos, além de facilidade para reestruturação da iniciativa privada, em períodos de crise.

La Porta (2002) testou os efeitos da proteção legal dos acionistas minoritários na avaliação das empresas e encontrou evidências de uma valorização maior daquelas situadas em países que oferecem melhor proteção aos acionistas minoritários. Assim, o pesquisador sugere que o tamanho da proteção legal dos investidores é um determinante importante no desenvolvimento dos mercados financeiros de um país - estes são mais amplos e valiosos onde as leis são bem aplicadas e protegem os investidores externos.

Os estudos desenvolvidos sobre governança corporativa (GC) geralmente focam no valor e no desempenho financeiro das empresas e de seus determinantes. Ainda é discreta a produção científica, de cunho empírico, a respeito da influência que as práticas de GC podem exercer sobre as escolhas em termos de estrutura de capitais, destacadamente no âmbito

brasileiro, o que nos leva à conclusão de que ainda há lacuna para novos estudos na área, principalmente ao se considerar a heterogeneidade dos resultados.

Black *et al.* (2017) alertam para o fato de que uma variável utilizada para medir governança num país pode não ter a mesma relevância em outro, e dá o exemplo do nível de independência dos conselhos, que varia muito entre os países. Afirmam que muitas empresas brasileiras e turcas não têm conselheiros independentes, enquanto que as coreanas devem ter um mínimo de 25% de conselheiros independentes, o que demonstra a importância do estudo local.

Assim sendo, pesquisas como esta são importantes não só para ajudar os gestores das companhias a tomar decisões melhores, mas principalmente, para colaborar no desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, da economia do país. As BPGC, principalmente as que protegem os acionistas minoritários são, segundo La Porta *et al.* (1999, 2000), determinantes para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Para Andrade e Rosseti (2004), a GC é condição para o crescimento da economia. Numa economia mais desenvolvida, o mercado de capitais é forte, pois é ele que permite que as empresas captem recursos para crescer e gerar empregos. Ele não só contribui para o progresso do país, como constitui uma opção de investimentos.

Em suma, ao se fazer um apanhado da evidência empírica observada na literatura, verifica-se que ela é inconclusiva e com muito foco nos mercados de capital desenvolvidos. Portanto, este estudo contribuirá para um melhor entendimento sobre a influência das boas práticas de GC na estrutura de capital e desempenho das empresas de capital aberto, num país emergente, pouco estudado, que possui características peculiares que muito o difere dos EUA.

1.6 Metodologia

São coletados dados de empresas não financeiras negociadas no Índice Brasil 50 (IBrX 50), que é um dos índices de ações amplos da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), o qual garante a qualidade dos dados por serem completos. O período é de 8 anos, de 2010 a 2017, sendo que a data inicial foi o primeiro ano de adoção plena obrigatória do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil, país

escolhido para a coleta de dados. Trata-se de um dos principais países emergentes do mundo, o qual possui características próprias, como a existência dos JSCP e a possibilidade da empresa emitir ações preferenciais, além da quantidade insatisfatória de estudos na área.

A pesquisa é exploratória, empírica e quantitativa. A opção pela pesquisa quantitativa se deu por considerá-la ser a mais adequada para tratar empiricamente a questão de pesquisa. A abordagem qualitativa, que utiliza métodos de coleta de dados, como entrevistas e observação direta, é melhor para abordar as questões de pesquisa “por que” e “como”.

Para testar as hipóteses, são utilizadas medidas de alavancagem e de desempenho como variável dependente. Vários estudiosos, como Detthamronga *et al.* (2017), Vithessonthi e Tongurai (2015) e Margaritis e Psillaki (2010) utilizam como medida de alavancagem financeira a relação entre a dívida total e o total de ativos. Welch (2011) sugere abandonar o uso da medida dívida financeira dividida pelo ativo total e usar a razão entre passivos e ativos, ou ainda, a relação dívida/capital, caso se deseje concentrar apenas na alavancagem financeira.

Para avaliar o desempenho da empresa, segue-se estudos anteriores, como o de Detthamronga *et al.* (2017) e Chen *et al.* (2005) os quais medem o desempenho das empresas pelo retorno sobre o patrimônio (ROE), calculado como lucro líquido/patrimônio líquido. Também são medidos o ROA (EBIT/ativo total) e o ROIC (EBIT/capital investido).

Para avaliar a relação da governança corporativa na estrutura de capital e desempenho das empresas, são analisadas as seguintes variáveis de GC, que também constam no estudo de Detthamronga *et al.* (2017): porcentagem de conselheiros independentes, dualidade do CEO, concentração de propriedade, tamanho do conselho, proporção de mulheres no conselho e remuneração dos executivos, encontrada em Kirsten e Du Toit (2018).

As variáveis de controle, também utilizadas por Detthamronga *et al.* (2017), são as seguintes: i) idade da empresa, que se entende como sendo o número de anos desde que a empresa foi fundada; ii) investimento de capital [despesas de capital (DFC) dividida pelo ativo total]; iii) liquidez corrente (ativo circulante dividido pelo passivo circulante); ii) fluxo de caixa das operações [caixa gerado nas operações (DFC) dividido pelo ativo total] e tamanho, medido como o logaritmo natural dos ativos totais (em milhões de reais).

1.7 Estrutura de Organização do Trabalho

A dissertação está dividida em seis capítulos, distribuídos da seguinte forma: no primeiro capítulo é introduzida a contextualização, o problema de pesquisa, o objetivo do estudo, as hipóteses de pesquisa, as contribuições e a metodologia adotada; o segundo é destinado à revisão de literatura; no terceiro é apresentada a base de dados, no quarto a metodologia da pesquisa, a população, a amostra, os testes estatísticos e o modelo econométrico e o quinto expõe os resultados da pesquisa juntamente com os testes estatísticos empregados. O capítulo seguinte apresenta as conclusões do trabalho, suas limitações e sugestões para outras pesquisas na área, e ao final, as referências bibliográficas e apêndices.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Estrutura de Capital

Uma questão central das finanças corporativas no que diz respeito à estrutura de capital ótima da empresa é: dado o capital necessário para suportar as atividades da empresa, como o financiamento pode ser dividido entre capital e dívida para maximizar o valor da empresa? A pergunta leva a outra: quais são os fatores importantes para determinar a alavancagem ótima para uma determinada empresa? (BARCLAY *et al.* 2013.)

Na China, para que as restrições de endividamento fossem ultrapassadas, foi assinado pela primeira vez, em 2002, um contrato que está cada vez mais popular no país. Nele é realizado um acordo entre um credor (banco), uma seguradora e um mutuário (empreendedor), na qual o banco empresta a uma determinada taxa de juros ao empreendedor e se ele não pagar a dívida, a seguradora fará um pagamento compensatório aos credores, ou seja, o credor será sempre pago até um certo nível de garantia. Em troca dessa garantia, a empresa precisa alocar uma porcentagem de seu patrimônio na seguradora. (WANG, 2015).

A questão é que se o financiamento estivesse sempre disponível em termos justos, o capital de risco seria gratuito e não haveria necessidade de alocá-lo, mas ele é caro, como observam Erel *et al.* (2015), em cujo trabalho apresentam como os impostos e os custos do risco do capital devem ser alocados.

Sabe-se que a base tributável é susceptível de criar uma vantagem fiscal da dívida, cujo valor depende do nível da taxa de imposto legal. A teoria do *trade-off* usa a vantagem fiscal da dívida (MODIGLIANI; MILLER, 1963) e os custos associados aos riscos de falência como argumentos fundamentais para a existência de um nível ótimo de dívida (DEANGELO; MASULIS, 1980).

Segundo Wang *et al.* (2015), alguns já contestaram a teoria do *trade-off* ao proporem o comportamento com base em informações assimétricas entre administradores e investidores como o verdadeiro motor da estrutura de capital. Nesse sentido, a principal inferência do modelo proposto por Lin *et al.* (2014) é a de que muitas empresas podem otimamente usar menos dívida do que o previsto anteriormente pelos modelos tradicionais de *trade-off*.

Graham *et al.* (2015) mostram que os modelos empíricos tradicionais da estrutura de capital com base nas características das empresas são insuficientes para explicar as tendências da estrutura do capital que documentam. Destacam várias mudanças no ambiente econômico que aumentam de forma plausível a disposição da empresa de emitir, ou a vontade dos investidores de deter, a dívida corporativa.

Há uma literatura relevante que indica que os custos de falência não são suficientemente amplos para explicar o baixo nível de alavancagem existente na maior parte das empresas. Apesar de teoricamente existirem benefícios fiscais substanciais da dívida, a maioria delas (das empresas) ainda não deseja suportar uma dívida muito grande (CHEMMANUR, 2013).

Custódio e Metzger (2014), por exemplo, analisam o papel dos CEOs financeiros especializados em empresas não financeiras e o resultado indica que as empresas lideradas por CEOs financeiros especialistas tendem a deter menos dinheiro, mais dívidas, e a envolverem-se mais em recompra de ações.

A dívida é um determinante de primeira ordem na estrutura de capital corporativo, conforme já observado por DeAngelo e Masulis (1980). No entanto, o uso de escudos fiscais não relacionados com a dívida pode moderar a relevância da despesa de juros induzida pela dívida ao determinar a dívida ótima e substituir a despesa de juros, reduzindo assim o incentivo para emitir dívidas (BARCLAY *et al.* 2013).

Ocorre que os detentores de dívida e os acionistas têm preferências de risco e expectativas de retorno significativamente diferentes (HASAN *et al.* 2014). As restrições associadas a um ambiente institucional fraco ou a um mercado de capitais subdesenvolvido leva a um excesso de retorno sobre o investimento. Neste sentido, o mercado interno de capitais é usado para alocar financiamento para empresas afiliadas com oportunidades de investimento que implicam em maior retorno (EGGER *et al.*, 2014).

Há diversas teorias que buscam explicar a melhor forma de captar recursos, sendo as duas principais a *pecking order* (POT) e o *trade-off* (TOT). “A POT sugere a existência de uma hierarquia no uso de fontes de recursos, enquanto a teoria de *trade-off* considera a existência de uma meta da estrutura de capital que seria perseguida pela empresa” (CORREA

et al., 2013). A POT afirma que as empresas optam por recursos na seguinte ordem: fontes de recursos internos, emissão de dívida e emissão de novas ações ao mercado, ou seja, as empresas preferem o financiamento interno ao externo, e a emitir dívida ao invés de ações (MYERS, 1984; FRANK e GOYAL, 2003).

A emissão de novas ações, conforme observa Frank e Goyal (2003), possui um custo maior que as demais fontes devido a alta expectativa de retorno que o acionista possui. Ademais, com pouca informação, os investidores tratam os preços das ações, quando lançadas no mercado, como superestimadas. Esse é o problema da assimetria de informação, e para minimizar tais custos, as empresas financiam seus investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos, quais sejam: fluxos de caixa interno, contração de dívidas e emissão de novas ações (MYERS e MALJUF, 1984).

Conforme Nakamura *et al.* (2007) a TOT, teoria que defende a existência de uma estrutura de capital ótima para maximizar o seu valor, surgiu a partir da combinação das economias fiscais, uso de dívidas e custos de falência decorrentes do processo de endividamento das empresas. Ela propõe que seja encontrado um equilíbrio perfeito entre alavancagem financeira e desempenho, isto é, combinar o risco de falência e os benefícios fiscais provenientes do endividamento da melhor maneira possível (MYERS, 1984; MYERS e MALJUF, 1984). Pode-se dizer, portanto, que a dívida está associada a custos de falência (KOSE; KNYAZEVA, 2015).

Segundo Nakamura *et al.* (2007), caso os custos de agência decorrentes do uso excessivo de dívidas sejam adicionados aos custos de falência esperados, é possível considerar uma teoria do Trade-off expandida. Nela, variáveis como liquidez corrente, estimativa dos custos de falência esperados, volatilidade dos retornos operacionais e potencial de crescimento da empresa ganham importância, conforme explicam os autores.

Para Bastos, Nakamura e Basso (2009), um elevado imposto de renda reduz o endividamento de curto prazo, e conforme Bartholdy e Mateus (2011), a idade de constituição da empresa também pode ter influência sobre a estrutura de capital. Chang *et al.* (2014) argumentam que o nível de endividamento da empresa é afetado pelos conflitos de interesse entre acionistas e seu administrador. Enfim, as descobertas empíricas de Florackis e Ozkan (2009) sugerem fortemente que a GC importa para a determinação da alavancagem. O estudo

indica que as empresas com governança forte são capazes de levantar mais dívida externa devido a uma redução nos custos de agência.

2.2 Governança Corporativa

A governança objetiva a proteção dos acionistas e credores por meio de mecanismos de monitoramento e controle (ALMEIDA *et al.*, 2010). GC refere-se à qualidade, transparência e confiabilidade das relações entre os acionistas, com o intuito de atrair capital financeiro para a empresa e garantir a sustentabilidade da criação de valor. Os mercados valorizam as empresas que possuem uma governança melhor. Também influencia na competitividade, já que está relacionada com o custo de capital (IFC, 2009).

Yamamoto e Prado (2003) afirmam que a GC é relevante para o crescimento econômico e para a credibilidade das empresas. Para Hasan (2009), GC envolve processos e estruturas que facilitam a criação de valor para os acionistas e pode influenciar as decisões estratégicas de uma empresa, como a obtenção de financiamento externo. Na pesquisa de Vieira *et al.* (2015), tende-se a conclusão de que adotar BPGC é vital para o desenvolvimento da empresa.

A cartilha da Comissão de Valores Mobiliários – CVM traz recomendações relativas as BPGC com a finalidade de aumentar o valor das companhias, as quais repercutem na redução do custo de capital, além de aumentar a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2002). Nesse sentido, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa sustenta que um sistema de GC frágil está relacionado com custos de capital mais altos para as empresas (IBGC, 2009).

O instituto ressalta ainda que as BPGC alinham interesses para preservar e otimizar o valor da empresa, facilitando seu acesso a recursos. Em 2016, foi lançado na B3 o Código Brasileiro de Governança Corporativa, o qual observa que as BPGC são relevantes para atrair capital e dar maior proteção aos acionistas. Vale ressaltar que o referido código resultou de um trabalho conjunto de 11 das mais relevantes instituições do mercado de capitais do país, e adota o modelo “aplique ou explique” do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, cujo conteúdo é baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (ABRASCA, 2015). Em junho de 2017 foi editada a

instrução CVM 586, a qual obriga as companhias a divulgarem informações sobre a aplicação das práticas de governança previstas no referido Código (CVM, 2017).

Segundo Bruce Mescher, 64% dos respondentes da pesquisa conduzida em 2010 pela International Finance Corporation (IFC), do Banco Mundial, e realizada pela Deloitte e pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), concordaram totalmente com a afirmação de que as BPGC impactam positivamente na atração e retenção dos investidores. Os investidores entrevistados disseram que a GC é um fator decisivo para investimentos em países emergentes; 55% estariam dispostos a pagar um prêmio de 10%, e 38% pagariam um prêmio de 20% pelas ações de uma empresa com melhor governança. Os indicadores de desempenho das companhias listadas na B3 corroboram esses resultados. Os índices revelam que, quanto mais robustas são as práticas de GC, maior tende a ser o potencial de retorno para o investidor (DELOITTE; IBRI, 2015).

Waldir Corrêa, presidente da Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC), citou 20 pontos da GC que, utilizados pelas companhias abertas, podem precificar as ações em mais de 20%. A aplicação de melhores práticas de GC, além de agregar valor às ações, atrai recursos para o mercado acionário, lembra. A conclusão do seminário “Como Criar Valor às Ações, na Visão dos Investidores” foi a de que GC agrega valor às empresas (IBRI, 2002).

O acesso de capital a um custo menor gera um aumento no valor de mercado da companhia e, conseqüentemente, incrementa a riqueza dos acionistas. É o caso das empresas do Círculo de Companhias, grupo que abriga as empresas pioneiras na governança corporativa na região, as quais, após comunicarem publicamente melhorias nas estruturas e processos de GC, adicionaram, aproximadamente, 8% a seu valor de mercado (IFC, 2009).

O alinhamento dos interesses entre acionistas majoritários e minoritários é objetivo da GC, cujas boas práticas conferem maior transparência e colaboram para que haja redução do custo de capital da empresa. Com isso, os investidores ficam mais suscetíveis a acreditar que seus investimentos terão um retorno justo se presentes as BPGC. Segundo Silveira *et al.* (2009), espera-se que empresas que precisem de um financiamento maior no futuro vejam mais utilidade em adotar BPGC do que aquelas com piores perspectivas de obter recursos de investidores externos.

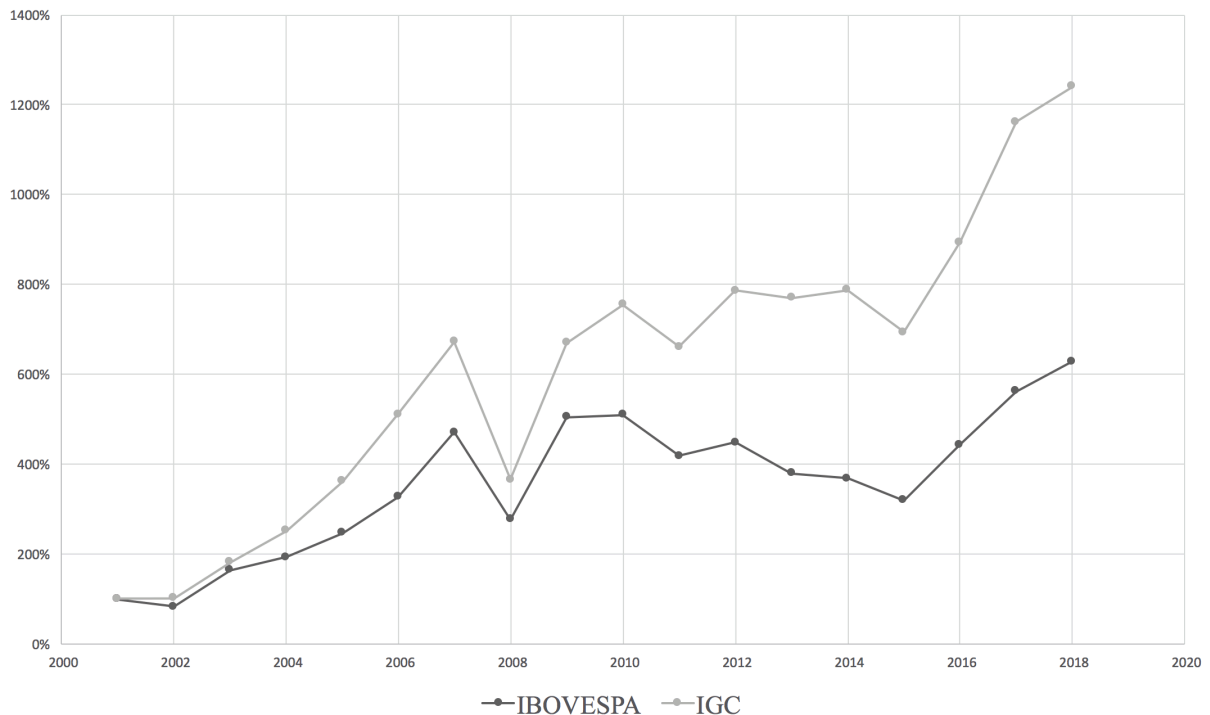
As grandes empresas, ao disporem de um maior fluxo de caixa livre, tendem a enfrentar maiores custos de agência, o que as leva a adotar melhores práticas de GC para mitigar esse problema. Por outro lado, espera-se que as empresas menores cresçam mais rapidamente e, por conseguinte, necessitem de mais financiamento externo. Isso também pode levá-las a adotar melhores práticas de governança. Assim, ambos os tipos teriam um incentivo para, voluntariamente, alcançar melhores padrões de GC. Os três principais atributos que levam as empresas a adotar melhores práticas de governança, de acordo com autores são: oportunidades de crescimento, necessidade de financiamento externo e concentração de propriedade (SILVEIRA *et. al.*, 2009).

Muito se tem falado sobre GC e seus reflexos sobre as cotações das ações das empresas que seguem essas regras (RODRIGUEZ, 2017). No Brasil, rigorosos padrões de GC foram determinados com o lançamento do Novo Mercado, o que atraiu investimentos (LORENZI, 2009). A criação dos segmentos de listagem pela B3 possibilitou que as empresas fossem classificadas de acordo com as práticas de governança que adotam, o que foi essencial para que ganhassem competitividade. BLACK *et al.* (2014) mostram que as BPGC melhoraram significativamente no período de 2004-2009, o que reflete as mudanças nas práticas de governança das empresas ao longo do tempo.

De fato, embora não seja obrigatório, 206 empresas estão listadas em algum dos segmentos especiais da B3, sendo a criação de valor o principal motivo (B3). Pode-se dizer que as BPGC também contribuem para: a) aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas; b) facilitar a internacionalização das operações da empresa; c) viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais; d) reduzir o custo de capital; d) agregar valor para os acionistas; e) facilitar o acesso ao crédito, e muitos outros (PONTE *et al.*, 2012).

Para ilustrar, apresenta-se o gráfico comparativo entre a valorização das ações que compõem o IBOVESPA e as que compõem o índice de GC da B3 (IGC), entre os anos de 2001 a 2018.

Figura 1- Desempenho IGC x Ibovespa



Fonte: elaborada pelos autores

Nota-se que o valor das ações das empresas que compõe o IGC é sempre mais alto, o que pode ser considerado um indício de que o mercado valoriza as ações que estão no índice, ou seja, o valor das empresas que o integram seria maximizado. Uma explicação pode ser, conforme encontra Berkovitch e Israel (1996), o fato das BPGC facilitarem o acesso à dívida. Uma melhor governança pode, segundo Klock *et al.* (2005), estar associada a menores custos de financiamento da dívida.

No estudo de Silveira, Barros e Famá (2006), os resultados sugerem uma relação de causalidade de mão-dupla entre a qualidade da governança corporativa e o valor das empresas. Para Silveira *et al.* (2008), indicadores do desempenho da empresa podem sinalizar a necessidade futura de financiamentos externos, o que influencia a necessidade de se adotar (ou não), melhores práticas de GC. A relação entre governança corporativa e alavancagem tem sido estudada por alguns pesquisadores como Stulz (1990), Berger *et al.* (1997) e Wen *et al.* (2002) pois a GC está correlacionada com as decisões de financiamento e a estrutura de capital das empresas (GRAHAM e HARVEY, 2001; ABOR, 2007; BOKPIN; ARKO, 2009).

Os resultados encontrados por Florackis e Ozkan (2009) revelam que a GC interna e incentivos gerenciais influenciam na determinação da alavancagem, e concluem que o papel da alavancagem na redução dos custos dos conflitos de agência pode ser significativo apenas para empresas com mecanismos fracos de governança, onde os efeitos do alinhamento e do entrenchamento da participação do executivo acionista são fortemente observados. Os autores argumentam que nas empresas com forte governança, o executivo acionista não influencia significativamente na decisão de estrutura de capital das empresas.

No entanto, em um estudo recente de empresas não financeiras listadas na Tailândia, Detthamronga *et al.* (2017) encontra que, para uma empresa média, a governança corporativa (tamanho do conselho, independência do conselho, conselheiro do sexo feminino, dualidade do CEO, concentração de propriedade etc) não tem efeito sobre alavancagem e desempenho. Esse achado é diferente de estudos anteriores (Chen *et al.*, 2005; Jackling e Johl, 2009; Nguyen, 2011), os quais relatam a existência da relação entre governança corporativa e desempenho da empresa.

Como bem observam Silveira *et al.* (2008), uma alavancagem maior impõe aos gestores a chamada disciplina da dívida, que decorre tanto das restrições contratuais específicas, quanto do comprometimento da empresa com a distribuição regular de caixa, o que, conforme explicam os autores, “reduz a discricionariedade gerencial no uso dos recursos dos investidores” o que, por sua vez, está intimamente relacionada com o potencial de expropriação dos investidores externos. Daí compreende-se como a escolha da estrutura de capital pode atuar como mecanismo de governança, além da possibilidade de o nível da dívida influenciar a adoção de outros mecanismos de GC.

2.2.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência está associada a decisões de estrutura de capital em função dos conflitos de interesse que existem entre acionistas e credores (JENSEN e MECKLING, 1976; MYERS, 1977). Este conflito gera um custo, chamado custo de agência, que é incorporado na taxa de juros cobrada sobre as dívidas da empresa. Portanto, quanto maior o potencial do conflito de agência entre credores e acionistas, maior o *spread* cobrado nas operações de créditos. Vale ressaltar que a alavancagem pode atuar como um mecanismo para mitigar os custos do conflito de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986).

Também existem conflitos entre acionistas e administradores por causa da separação entre propriedade e administração. Segundo Silveira *et al.* (2008), fluxos de caixa livres elevados associam-se a uma maior probabilidade de conflitos de interesse entre gestores e investidores externos, induzindo a adoção de melhores práticas de GC como mecanismo de compensação. Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e os custos potenciais da separação entre propriedade e controle. Observam que a pulverização da propriedade fortalece o poder dos administradores e que isso aumenta a probabilidade de agirem em benefício próprio. Nestes casos, é importante que haja GC, ou seja, mecanismos para proteger os direitos dos acionistas e reduzir o oportunismo administrativo (ZATTONI; CUOMO, 2008).

De fato, quando o principal contrata um agente para administrar sua empresa passa-lhe poder e autoridade. Com isso, surge a preocupação de que o agente, tido como o executivo, nem sempre tome decisões de acordo com os interesses do principal, ou acionista. (ARAÚJO *et al.*, 2014). Atentos à essa realidade, Jensen e Meckling (1976) criam uma teoria com base nesse tipo de conflito. O trabalho deles contribuiu para a própria definição do termo “GC”, o qual passou, gradativamente, a ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos de agência.

Segundo Demsetz (1967), o controle dos ativos por um controlador único (agente e principal) é visto como uma estratégia efetiva para reduzir esse oportunismo, ou seja, a gestão nesse formato elimina o problema da agência entre administrador e acionista. A teoria da agência sugere que a propriedade concentrada da empresa resultará em um monitoramento mais efetivo, pois a concentração de propriedade mitiga um conflito de interesses entre gerentes e proprietários (Suto, 2003).

No Brasil, onde a estrutura de propriedade e controle é marcada por sua elevada concentração, o conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários pode culminar na expropriação da riqueza dos segundos pelos primeiros (LIN, 2003), como, por exemplo, mediante o pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos, e resistência a ações vantajosas para os demais acionistas, como liquidação, cisões e fusões (CAIXE; KRAUTE, 2013).

No caso, o problema central da agência é o da expropriação dos minoritários e credores pelos acionistas controladores (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Destarte, podemos afirmar que os conflitos de agência dizem respeito ao risco de expropriação da riqueza dos investidores pelos administradores, na hipótese de empresas com estrutura de capital pulverizada e separação da gestão e propriedade, ou de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelo acionista controlador, quando este exerce poder total sobre os administradores.

Nota-se, portanto, que a concentração de propriedade tem um aspecto negativo de que um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrincheiramento dos administradores, causando impacto negativo no valor da empresa (SAITO; SILVEIRA, 2008). O efeito-entrincheiramento se baseia na hipótese de que, quanto maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas (SILVEIRA, 2004).

As evidências de expropriação de acionistas minoritários por acionistas majoritários foram pesquisadas por Claessens *et al.* (1999). Nota-se que quando os investidores financiam as empresas, estes ficam sujeitos ao risco de apropriação indevida por parte de acionistas controladores ou dos administradores de parcela do lucro do seu investimento. É com a adoção BPGC que os investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm o poder de influenciar ou tomar decisões em nome da empresa (CVM, 2017).

Easterbrook (1984) sugere pagamentos de dividendos como forma de reduzir o caixa livre para minimizar o problema de agência. Uma outra forma de mitigar conflitos é aumentar o endividamento das empresas, pois desta forma os executivos precisam ser mais eficientes nas tomadas de decisão. Para Anthony e Govindarajan (2002), deve-se motivar o agente a atingir a maximização da riqueza do acionista com incentivos. Um dos maiores mecanismos de remuneração para motivar os executivos a aumentar o valor da empresa através dos preços de suas ações é complementar a remuneração com *stock options* (ARAÚJO *et al.*, 2014).

No entanto, de acordo com Bower e Paine (2017), a teoria da agência originou um modelo de gestão centrado nos acionistas, o que pode vir a ser um problema. Para eles, o risco

não é tão preocupante quando os acionistas não tentam influenciar as grandes decisões corporativas, mas é muito sério quando o fazem.

Os autores afirmam que a teoria da agência pressupõe que todos os acionistas querem que a empresa seja gerida de forma a maximizar seus próprios retornos econômicos, mas que na realidade, os acionistas não só têm objetivos, atitudes diante do risco e horizontes de tempo diferentes, como também visualizam oportunidades estratégicas de formas distintas. Logo, não podem ser tratados como um único “dono” (BOWER; PAINE, 2017).

O pagamento de dividendos, por exemplo, é uma decisão do quanto será pago ao acionista e de quanto ficará na empresa, conforme um objetivo traçado. Em consonância com a teoria do pássaro na mão, um investidor prefere receber dividendos de imediato a correr o risco de ganhos futuros (FERREIRA JR *et al.*, 2010).

Bower e Paine (2017) ressaltam que ao se distribuir dividendos aos acionistas, o dinheiro que deveria ser investido para gerar ganhos futuros, ao invés de serem aplicados para financiar pesquisas, lançar novos negócios (ou ampliar os já existentes), é entregue aos acionistas. Para os autores, a pressão que os gestores sofrem para apresentar resultados financeiros a curto prazo pode ocasionar conflitos de interesses, já que o futuro da empresa, que deveria ser o foco da gestão, acaba sendo ignorado para que sejam satisfeitos os interesses dos investidores.

Não obstante, Matos (2017) descobre que as empresas do NM pagaram menos dividendos nos últimos 10 anos, o que pode indicar que o comportamento dos acionistas é distinto quando confiam na empresa. La Porta *et al.* (2000) verificam que nos países com boa proteção legal as empresas com crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas com crescimento mais lento. A constatação é consistente com a ideia de que os acionistas, legalmente protegidos, estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas. Percebem também que os acionistas nesses países usam os poderes legais para extrair dividendos das empresas, especialmente quando as oportunidades de reinvestimento são fracas.

Isto posto, tem-se que a essência do problema de agência é a separação entre propriedade e o controle. Os financiadores necessitam de administradores qualificados para

fazer com que seus recursos gerem retorno, e o administrador precisa do capital dos financiadores. Numa breve síntese, pode-se dizer que um administrador capta recursos dos investidores para aplicá-lo em projetos rentáveis ou para se apropriar dos mesmos. Portanto, nesse contexto, o problema de agência se refere às dificuldades que os financiadores têm de assegurar que seus recursos não serão expropriados, ou desperdiçados em projetos pouco atraentes (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

2.2.2 Teoria da Sinalização

Para Akerlof (1970), quando existe assimetria informacional (um negociador tem mais informações do que o outro), o comprador não consegue diferenciar os produtos bons dos ruins. Ele dá o exemplo do mercado de carros: quando o comprador do carro usado for negociar ele, diferentemente do proprietário, não saberá se o veículo é bom ou ruim, e por isso tende a querer pagar um preço baixo. Ao aplicar esse raciocínio para o mercado de capitais, conclui-se que o investidor estará inclinado a pagar mais pelas ações de “boas empresas”.

Os pressupostos da assimetria de informação englobam um conjunto de problemas que pode tornar a tomada de decisão ineficiente. No caso de compra de ações por acionistas minoritários, se eles não conseguirem distinguir entre empresas com um volume de lucros esperados e de baixo risco das empresas ruins, supõe-se que eles pagarão o preço médio entre as ações das empresas boas e ruins (AKERLOF, 1970). Isto faz com que as empresas se esforcem em sinalizar que são boas.

As empresas com muitos ativos intangíveis teriam incentivos mais fortes para adotar melhores práticas de GC, pois teriam que sinalizar aos investidores que não pretendem usar indevidamente os seus recursos (SILVEIRA *et al.*, 2009). Um mercado de capitais perfeito, conforme descrevem Ogden, Jen e O'Connor (2003), é definido por cinco premissas. Vale destacar duas delas: todos os participantes do mercado dividem expectativas homogêneas; e os planos de investimentos das empresas são fixos e conhecidos.

Pode-se argumentar que o que dá uma maior segurança ao investidor de que as informações relevantes estão disponíveis para todos os participantes do mercado, e de que os planos de investimentos são conhecidos, é justamente a adoção pela empresa de BPGC. Quanto mais práticas de GC a empresa seguir, mais sinalizará que é boa. Na análise de Myers

e Majluf (1984), a informação assimétrica afeta as decisões de investimento, o que pode nos explicar algumas escolhas de financiamento.

2.2.3 Conselho de Administração

O conselho de administração (CA) é um elemento básico da GC e entre as suas principais funções está a de avaliar e aprovar as estratégias formuladas pelos administradores, daí o desejo de representação dos acionistas. Eles querem realizar um monitoramento para se certificarem de que as decisões estão de fato em sintonia com os seus interesses (KIRSTEN; DU TOIT, 2018). Segundo Lodi (2000), aumentar o retorno dos acionistas é função desempenhada pelos conselhos de administração. Argumenta-se que um conselho de administração eficaz sinaliza aos credores a qualidade de governança da empresa.

Consequentemente, de acordo com Florackis e Ozkan (2009), espera-se que empresas com forte CG tenham acesso mais fácil aos mercados de capitais (no Brasil é o mercado de títulos e valores mobiliários emitidos pelas empresas e regulado pela CVM), isto é, essas empresas podem ter uma alavancagem maior. De acordo com Chancharat *et al.* (2012), os conselhos de administração são um dos elementos mais importantes do mecanismo de governança corporativa, pois podem mitigar o fracasso da empresa, uma vez que são os responsáveis por monitorar as principais atividades e aprovar decisões estratégicas (DETTAMRONGA *et al.*, 2017).

Nisiyama e Nakamura (2018) entendem que a diversidade do CA atua como complemento no controle de custos de agência, pois o estudo que elaboram sugere que a melhoria na função de monitoramento, por meio da diversidade do CA, afeta positivamente o índice de endividamento. Uma possível interpretação explanada pelos autores é a de que “um CA diversificado permite uma política de investimentos e financiamentos mais agressiva”. Isto porque, ao considerar a *expertise* e experiência do CA, verifica-se que não só é possível um melhor monitoramento, como também decisões com maior confiança.

Muitos aspectos podem ser abordados ao estudar um conselho de administração, mas ainda não há uma orientação clara sobre diversas questões na revisão da literatura, como por exemplo, qual seria o tamanho mais apropriado. Tem sido argumentado que o tamanho ideal do conselho depende das características da empresa (Uchida, 2011). A Bolsa de Valores da

Tailândia forneceu a orientação de que o conselho deveria possuir entre 5 a 12 conselheiros, dependendo do tamanho, tipo e complexidade do negócio.

Estudos anteriores fornecem resultados mistos sobre a relação entre tamanho do conselho e alavancagem financeira. Por um lado, Berger *et al.* (1997) mostram que as empresas com conselhos maiores são mais endividadas do que empresas com conselhos menores e sugerem que as empresas com conselho grande tendem a usar mais financiamento de dívida do que capital próprio. A relação positiva entre o tamanho do conselho e a alavancagem financeira parece apoiar a noção de que as empresas com mais conselheiros podem ter acesso às redes de contato de seus conselheiros, o que lhes permite ter um acesso melhor ao financiamento externo (DETTHAMRONGA *et al.*, 2017).

O tamanho do conselho de administração também desempenha um papel importante na capacidade dos conselheiros de supervisionar e controlar os gerentes (ANDERSON *et al.*, 2004). Os resultados empíricos sobre a relação entre o tamanho do conselho e o desempenho da empresa são, no entanto, mistos. Por exemplo, Yermack (1996) encontra uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho da empresa.

Jackling e Johl (2009) acham que o tamanho do conselho tem um impacto positivo no desempenho das empresas na Índia. No entanto, Eisenberg *et al.* (1998) relatam uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho da empresa em uma amostra de empresas na Finlândia. Da mesma forma, Mak e Kusnadi (2005) encontram uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o valor da empresa, medido pelo Q de Tobin, para uma amostra de empresas na Malásia e em Singapura.

No geral, esses resultados sugerem que, à medida que o tamanho do conselho de administração aumenta, o desempenho da empresa tende a deteriorar. Uma explicação plausível é que os conselhos grandes resultam numa comunicação menor entre os membros do conselho, em decisões mais pobres, e na coordenação ineficaz. Além disso, empresas com grandes conselhos são mais propensas a serem controladas pelo CEO. Se a empresa puder superar esses desafios associados a um conselho grande, seu desempenho deve melhorar (DETTHAMRONGA *et al.*, 2017).

Os resultados do estudo de Strebulaev e Yang (2013) sugerem que provavelmente o CEO e as características de governança das empresas são determinantes importantes dos fenômenos de baixa alavancagem. A literatura é vasta em estudos que mostram o efeito positivo de os membros do conselho serem externos, tais como Cotter (1997), Bathala *et al.* (1995) e Detthamronga *et al.* (2017).

Um conselheiro independente (também conhecido como conselheiro externo) desempenha um papel importante no monitoramento da equipe de gerenciamento da empresa. Segundo Muniandy e Hillier (2015), um conselho de administração independente pode atrair investidores, e relatam que a independência do conselho influencia positivamente o desempenho das empresas na África do Sul. Da mesma forma, Jackling e Johl (2009) concluem que a independência do conselho tem um impacto positivo no desempenho das empresas na Índia.

No entanto, Haniffa e Hudaib (2006) concluem que a independência do conselho não afeta o desempenho da empresa no contexto da Malásia, e Agrawal e Knoeber (1996) encontram que a independência do conselho tem um efeito negativo no valor da empresa, medido como Q de Tobin, nos EUA. Como a teoria da agência propõe que a inclusão de pessoas de fora nos conselhos de administração permite que este seja mais eficaz em monitorar os administradores e que, portanto, deve estar positivamente relacionado ao desempenho da empresa, supõe-se que independência do conselho está positivamente associada ao desempenho da empresa.

Nos EUA, a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) de 2002 não exige especificamente que a maioria dos membros do conselho seja independente, mas o *Business Roundtable* faz essa recomendação, ou seja, para eles a maioria dos membros do conselho deve estar livre de qualquer relação com a empresa ou sua administração. Nessa linha, tem-se também o *Commonwealth Association for Corporate Governance* (1999), o Código de Governança Corporativa do Reino Unido (2010), e a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2004).

A dualidade do CEO, como explica Detthamronga *et al.* (2017), refere-se a um caso em que o CEO de uma empresa é também o presidente do conselho de administração. A

existência dessa dualidade pode causar um conflito de interesse, pois permite que o CEO controle as informações a serem divulgadas aos outros membros do conselho, impedindo-os de detectar qualquer problema nas operações da empresa. Fato é que não haver dualidade de CEO permite que haja uma separação clara entre a elaboração de políticas e seu gerenciamento.

No caso do CEO ser também o presidente do conselho, provavelmente aumentariam os custos de agência, já que a capacidade do conselho de monitorar o CEO fica reduzida (DEY *et al.*, 2011). Isto porque possivelmente a dualidade aumenta o poder do CEO sobre o conselho (SIMPSON; GLEASON, 1999). Para Rechner e Dalton (1991), a dualidade do CEO leva-o a uma posição entrincheirada dentro da empresa. No entanto, nas empresas administradas por um acionista controlador, a figura-chave, poderosa, cujo oportunismo precisa ser limitado, pode ser a do próprio controlador. Se for esse o caso, é improvável que a separação entre CEO e presidente, com o controlador atuando como presidente, aprimore a proteção de investidores externos (BEBCHUK; HAMDANI, 2009).

Os CEOs que também são presidentes do conselho de administração podem exercer mais controle sobre as suas empresas, o que tende a diminuir o valor delas. Além disso, a dualidade foi apontada como uma das principais razões para falhas de empresas como Enron e WorldCom. Baseado nisso, acredita-se que a dualidade do CEO afeta o desempenho da empresa. Mais especificamente, espera-se que empresas com dualidade de CEO tenham um desempenho pior do que as empresas com não dualidade do CEO, apesar de, como observado por Detthamronga *et al.* (2017), essa dualidade possa melhorar a velocidade da decisão (o que pode ser importante durante os períodos nos quais os mercados mudem rapidamente, mas que também podem ser sub-ótimas ou até mesmo inapropriadas em algumas circunstâncias).

O Código de Governança Corporativa do Reino Unido (2010) exige que haja uma clara divisão de responsabilidades. A dualidade do CEO é vista como uma prática inadequada porque leva a um desequilíbrio de poder, diminui a responsabilidade e deteriora a capacidade dos conselhos de tomarem decisões independentemente da administração, conforme argumenta Westphal e Zajac (1995).

Há ainda uma crença de que os conselheiros do sexo feminino poderiam melhorar a eficácia do conselho de administração. Um forte argumento é que a presença de mais

conselheiras fornece diferentes pontos de vista, e que a diversidade leva à inovação e criatividade. A este respeito, a Noruega foi o primeiro país a definir explicitamente o número de conselheiras no conselho de administração, exigindo que as empresas devem ter pelo menos 40% de mulheres no conselho de administração (DETTAMRONG *et al.*, 2017).

Hutchinson *et al.* (2015) constataam que a diversidade de gênero no conselho está associada positivamente ao desempenho financeiro, assim como Strom *et al.* (2014), que também concluem que ter um CEO ou um conselheiro do sexo feminino no conselho de administração resulta em um desempenho melhor. García-Meca *et al.* (2015), também mostram que a diversidade de gênero do conselho melhora o desempenho da empresa em uma amostra de bancos de nove países (Canadá, França, Alemanha, Itália, Holanda, Espanha, Suécia, Reino Unido e EUA).

Erhardt *et al.* (2003) examinam a relação entre diversidade demográfica nos conselhos de administração (o percentual de mulheres nos conselhos de administração) com o desempenho da empresa e descobre que a diversidade do conselho está positivamente associada ao desempenho da empresa. Por sua vez, Carter *et al.* (2003) acham que a diversidade do conselho está associada a um valor financeiro melhor para uma amostra de empresas nos EUA.

Embora Rose (2007) não encontre uma associação significativa entre conselheiros do sexo feminino e desempenho de empresas listadas na Dinamarca, os estudos anteriormente citados encontram. Logo, espera-se que mais mulheres no conselho esteja positivamente associada ao desempenho da empresa.

2.2.4 Remuneração dos Executivos (Administradores)

A teoria da agência prevê que a estrutura financeira de uma empresa pode afetar o relacionamento entre acionistas e administradores, e que os conflitos de interesse entre acionistas e credores podem afetar a oferta de incentivos ótimos para os administradores. Molina (2007) não só demonstra que a estrutura de capital é importante na definição da remuneração dos executivos, como esclarece a natureza dessa relação. Documenta que o componente mais sensível é a política de opções de ações.

Brander e Poitevin (1992) e John e John (1993), consideram que os contratos de incentivo são uma ferramenta para mitigar os problemas de agência, tanto entre acionistas e executivos como entre acionistas e credores. Lewellen, Loderer, Martin e Blum (1992) descobrem que existe uma relação significativa entre remuneração dos executivos e o desempenho econômico. Os resultados por eles encontrados confirmam que os pacotes de compensação são projetados para diminuir os custos do conflito de agência.

Nesse sentido, Capezio *et al.* (2011), afirmam que a remuneração dos executivos deve ser considerada como um dos meios de se reduzir as assimetrias informacionais. Para Boshkoska (2015), a remuneração com base no desempenho pode controlar as operações dos administradores. Conforme já constatado por Bebchuk e Fried (2003), uma variedade de estudos se concentra na remuneração dos executivos e de como isso pode minimizar o problema de agência. É verdade que diversos fatores influenciam a relação entre remuneração e desempenho, mas é a relação de agência que é considerada a mais importante e influente (KIRSTEN; DU TOIT, 2018).

Jensen e Meckling (1976), e Fama (1980) constatam que não existe um único tipo de contrato de incentivo, pois eles podem (ou não) incluir a participação acionária, as opções de ações ou até mesmo uma ameaça de demissão, caso a receita seja baixa. Apesar do custo desses contratos, Shleifer e Vishny (1997) observam que é possível torná-los viáveis. Para tanto, basta que haja uma medida de desempenho altamente correlacionada com a qualidade da decisão do administrador.

Embora a remuneração dos executivos possa sim ser usada efetivamente para alinhar os interesses dos acionistas e administradores, para Turki (2004) a remuneração, do ponto de vista teórico, deve correlacionar-se fracamente com o desempenho. Ele argumenta que geralmente o bônus anual é dado em bons e maus tempos de desempenho. Kirsten e Du Toit (2018) concluem que a remuneração do conselheiro executivo não tem relação significativa com qualquer uma das tradicionais variáveis de desempenho medidas, o que simplesmente indica que o desempenho financeiro não foi o principal “motor” da remuneração.

Para os autores, o fato da remuneração do executivo demonstrar uma relação significativa com o preço da ação, pode ser um indicativo de que ele seja recompensado por sua capacidade de gerar riqueza aos acionistas. A conclusão que chegam é a de que as

empresas parecem não basear a remuneração do conselheiro executivo no seu desempenho contábil, mas sim no desempenho do mercado. Para Masson (1971), a remuneração dos executivos está relacionada ao desempenho do mercado de ações e não ao desempenho de vendas.

Muitas vezes, parte do pagamento dos executivos está relacionada ao desempenho do mesmo como forma de compensação (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013). De acordo com Murphy (1985) o desempenho, medido pela taxa de retorno realizada pelos acionistas, está positivamente relacionada à remuneração. Gomez-Mejia *et al.* (1987) também encontram que a relação entre desempenho e remuneração executiva é positiva, assim como os resultados encontrados por Mehran (1995), os quais confirmam uma relação positiva significativa entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. Davis e Shelor (1995) também documentam uma relação significativa da compensação total do executivo, tamanho e desempenho da empresa.

Geralmente encontra-se uma relação positiva entre remuneração e desempenho. Empiricamente a relação entre a remuneração e desempenho já foi detectada, apesar de que muitos estudos não conseguem produzir resultados conclusivos e obter consenso (BRUCE; BUCK; MAIN, 2005). Assim sendo, considera-se que nível de remuneração está positivamente associado ao desempenho da empresa. Para Florackis e Ozkan (2009), os incentivos gerenciais desempenham um papel significativo na determinação da alavancagem. Há uma tendência dos administradores que possuem altos percentuais de ações da empresa de se engajarem menos em atividades que diminuam o valor da empresa.

Ademais, argumenta-se que os administradores geralmente têm incentivos para manter empréstimos em níveis mais baixos do que o ideal, porque isso reduz a probabilidade de falência, associada a um alto índice de alavancagem, segundo Brailsford *et al.* (2002), Florackis, Ozkan (2009) e Sun *et. al.* (2015). Isto posto, supõe-se que o nível de remuneração está negativamente relacionado com a alavancagem.

2.2.5 Concentração de Propriedade

A natureza dos problemas que os investidores externos enfrentam está relacionada com as diferenças na estrutura de propriedade, as quais estão concentradas em 4 diferenças: a

natureza dos problemas de agência; a contestabilidade do controle; a capacidade da maioria dos acionistas de exercer seu poder formal; e as principais formas com as quais os *insiders* se beneficiam do oportunismo (BEBCHUK; HAMDANI, 2009).

No caso de propriedade concentrada pode ocorrer problemas de agência entre gerentes e acionistas, pois os primeiros podem não estar maximizando o valor do acionista, e na presença de um acionista que pode influenciar o controle da empresa, aí o problema de agência que pode surgir será entre acionistas controladores e minoritários. Valadares e Leal (2000) entendem que pode ocorrer um problema de agência relevante entre acionistas majoritários e minoritários como consequência da concentração de propriedade e controle.

No Brasil, segundo Saito e Silveira (2008), as ações geralmente estão concentradas entre os acionistas controladores e não entre os executivos da empresa, o que tem dois aspectos: o positivo, já que eles também querem monitorar as ações dos gestores e acabam por pressioná-los a maximizar a riqueza dos acionistas, e o negativo, que é a possibilidade do efeito entrenchamento (quando os grandes acionistas passam a perseguir a obtenção de benefícios privados do controle à custa dos demais investidores).

Por outro lado, conforme Okimura et al. (2007), a medida que a quantidade de ações detida pelo controlador é ampliada, também aumentam os incentivos para monitorar, assim como os custos de expropriação. Para os autores, um fator relevante é o comprometimento do controlador em não desvalorizar o preço dos papéis, pois isto reduziria sua riqueza, ou seja, seria um custo muito grande e comparável com os possíveis benefícios privados de expropriação. Silveira *et al.* (2008) entendem, inclusive, que a concentração acionária do controlador pode influenciar a adoção de diversas práticas de GC como forma de compensar os investidores externos pela eventual maior probabilidade de expropriação.

A estrutura de propriedade de uma empresa também pode afetar sua estrutura de capital, pois tem implicações para as relações de agência dentro da empresa (Claessens e Fan, 2002; Wiwattanakantang (1999). Procianoy e Schnorrenberger (2004) concluem que as empresas que apresentam maior concentração em sua estrutura de controle tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro. O trabalho de Silva, Kayo e Nardi (2016) indica que nas empresas onde há benefícios privados do controle com separação entre

os direitos de voto e os de fluxo de caixa, como é o caso do Brasil, os controladores têm incentivos a investimentos ineficientes.

Embora Leal *et al.* (2002) encontrem evidências de uma relação negativa, Paligorova e Xu (2012) encontram que as empresas com maior concentração de propriedade têm maior alavancagem do que aquelas com menor concentração de propriedade. A descoberta sugere que a concentração de propriedade parece ser capaz de forçar os gerentes a aumentar a alavancagem financeira a fim de reduzir o oportunismo. Demsetz e Lehn (1985), McConnel e Servaes (1990) e Hermalin e Weisbach (1991) e Silveira, Barros e Famá (2006) afirmam que na literatura há muitos resultados que encontram uma relação positiva e significativa entre estrutura de propriedade e o desempenho das firmas.

Garcia e Martins (2015) também encontram relações significantes, apesar de algumas variáveis apresentarem coeficientes baixos. O ROE e o endividamento apresentam relação positiva com a concentração de propriedade, diferentemente do ROA, que tem relação negativa. Segundo os autores, isso provavelmente se deve ao fato dos acionistas controladores possuírem influência sobre as decisões das empresas e, também, no monitoramento dos gestores da entidade, principalmente quando a empresa é controlada por um só acionista.

Nas aquisições, evidências de uma relação positiva significativa entre o retorno anormal das adquirentes e a concentração da propriedade são encontradas em Silva *et al.* (2014), o que “corroborar a hipótese de que a concentração da propriedade alinha os interesses dos acionistas controladores aos dos demais acionistas”. Contudo, Silva; Kayo e Nardi (2016) ressaltam que poderá surgir problemas em empresas com controle definido se os benefícios privados do controle, da separação entre direitos de voto e direitos sobre fluxos de caixa estiverem presentes.

Em suma, quanto maior for o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, maior será a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários externos. No entanto, quanto maior for percentual do total de ações em posse do controlador, ou seja, quanto maior for seu investimento na empresa, menor será a probabilidade de desvios entre os atos dos gestores e os interesses dos acionistas (SILVEIRA *et al.*, 2008).

3. BANCO DE DADOS

A amostra contém as empresas não financeiras listadas no IBrX 50 durante um período de 8 anos, qual seja: 2010 a 2017. Os dados são extraídos das bases de dados *Bloomberg*, *Economática* e *Capital IQ*, todas disponibilizadas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.

3.1 Variáveis Dependentes

As variáveis dependentes utilizadas para testar as hipóteses são duas: alavancagem financeira e desempenho. Para medir a alavancagem, Welch (2011) sugere abandonar o uso da medida dívida financeira dividida pelo ativo total, utilizada por diversos autores, como Detthamronga *et al.* (2017), e usar a razão entre passivos e ativos, ou a relação dívida/capital, caso se deseje concentrar apenas na alavancagem financeira.

O autor explica que dependendo do contexto, pode-se ou não querer contar passivos não-financeiros como dívida. Assim sendo, a alavancagem é medida de 4 (quatro) maneiras, isto é, apesar da *alav4* incluir todo o passivo operacional, o que não é o mais adequado para medir o endividamento das empresas, por tratar-se de uma decisão operacional e não de estrutura de capital, ela também foi considerada, conforme demonstrado no quadro 1. Neste quadro constam também as 3 (três) medidas utilizadas para avaliar o desempenho das empresas e todas as variáveis independentes.

3.2 Variáveis Independentes

As variáveis de GC são escolhidas com base em estudos anteriores, como Murphy (1985), Bhagat e Black (1999), Fan e Wong (2005), Chen *et al.* (2005), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Bhagat e Bolton (2008), Bebchuk e Hamdani (2009), Nguyen (2011), Detthamronga *et al.* (2017) e Kirsten e Du Toit (2018).

Como o teste das hipóteses propostas depende de um conjunto de pressupostos subjacentes, são incluídas variáveis de controle para atenuar a preocupação de que as mudanças que ocorrem dentro e fora da empresa possam afetar os resultados, e assim, controlar as características específicas da empresa que possam influenciar na sua alavancagem

e no seu desempenho financeiro. Tais variáveis podem ser encontradas em Detthamronga *et al.* (2017) e/ou em Nakamura *et al.* (2007). No quadro 1 são apresentadas a importância de cada uma delas e no quadro 2, as medidas e as fontes dos dados utilizadas.

Quadro 1: Importância das Variáveis dos Modelos Econométricos

Sigla	Importância
alav1	Mede o endividamento financeiro total.
alav2	Mede a dívida de longo prazo.
alav3	Mede a dívida total líquida.
alav4	Mede todo o passivo.
roic	Mede a eficiência operacional da empresa.
roe	Importante para o acionista, pois mede o retorno do capital próprio.
roa	Mede a eficiência em relação a todos os ativos.
dproic	Mostra a dispersão dos valores do ROIC em relação à média empresas.
dproa	Mostra a dispersão dos valores do ROA em relação à média empresas.
idade	Pode-se presumir que uma empresa mais antiga seja mais experiente em seus negócios.
conprop	Empresas com propriedade concentrada geralmente são menos profissionalizadas.
consindep	Conselheiros externos (independentes) geralmente são mais técnicos.
dualceo	A dualidade reduz a capacidade de monitoramento do conselho.
mulhcons	A diversidade enriquece as discussões e melhora o monitoramento.
tamcons	Um número maior de conselheiros aumenta a probabilidade de acesso a recursos, além da diversidade de conhecimento e experiência dos conselheiros melhorar o desempenho.
stock	Há uma tendência dos administradores que recebem remuneração baseada em <i>stock options</i> se engajarem menos em atividade que diminuam o valor da empresa.
investcapital	Quanto maior o investimento de capital, maior deve ser o endividamento da empresa.
ilc	Para saber quanto a empresa tem de dinheiro no curto prazo. Empresas com maior liquidez corrente são empresas que investem mais em capital de giro e, consequentemente, precisam ser financiadas.
tamanho	Empresas de maior porte tendem a ter um maior nível de endividamento por terem condições de resolver os problemas de assimetria de informação entre credores e devedores com menores custos; por pagarem custos mais baixos na captação externa de recursos; e pelo fato de geralmente serem mais diversificadas (menor risco). E como são mais consolidadas, geralmente tendem a ter uma rentabilidade menor.
creseven	Empresas com maiores taxas de crescimento tendem a procurar fora os recursos para financiar o seu crescimento, privilegiando em primeiro lugar a tomada de novas dívidas.
fco	Quanto menor o fluxo de caixa, provavelmente mais endividada é a empresa.

Fonte: Elaborado pelos autores

Quadro 2: Medidas e Fontes das Variáveis dos Modelos Econométricos

Sigla	Nome	Fórmula/Componentes	Fonte
alav1	Alavancagem 1	Empréstimos e financiamentos CP + Debêntures CP + Empréstimos e financiamentos LP + Debêntures LP / Empréstimos e financiamentos CP + Debêntures CP + Empréstimos e financiamentos LP + Debêntures LP + Patrimônio Líquido	Bloomberg
alav2	Alavancagem 2	Empréstimos e financiamentos LP + Debêntures LP) / Empréstimos e financiamentos LP + Debêntures LP + Patrimônio Líquido;	Bloomberg
alav3	Alavancagem 3	Empréstimos e financiamentos CP + Debêntures CP + Empréstimos e financiamentos LP + Debêntures LP – Caixa e Bancos – Aplicações Financeiras / Empréstimos e financiamentos CP + Debêntures CP + Empréstimos e financiamentos LP + Debêntures LP – Caixa e Bancos – Aplicações Financeiras + Patrimônio Líquido	Bloomberg
alav4	Alavancagem 4	Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo Total	Bloomberg
roic	Retorno sobre o Capital Investido	EBIT/Capital Investido	Bloomberg
roe	Retorno sobre Patrimônio Líquido	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Bloomberg
roa	Retorno sobre Ativos	EBIT / Ativo Total	Bloomberg
dproa	Desvio-padrão do ROA	Desvio-padrão do ROA	Bloomberg
dproic	Desvio-padrão do ROIC	Desvio-padrão do ROIC	Bloomberg
idade	Idade	Números de anos desde a constituição da companhia	Capital IQ
conprop	Concentração de propriedade	É uma variável dummy que leva o valor de um se alguém possuir 50% ou mais das ações ON da companhia.	Economática
consindep	Conselheiros independentes	É medida como a razão entre o número de conselheiros independentes e o número dos membros do conselho.	Bloomberg
dualceo	Dualidade do CEO	É uma variável dummy que leva o valor de um se o CEO também for o presidente do conselho e zero caso contrário.	Bloomberg
mulhcons	Mulheres no conselho	Porcentagem de mulheres que participam do conselho.	Bloomberg
tamcons	Tamanho do conselho	Número de conselheiros	Bloomberg
stock	Stock options	É uma variável dummy que leva o valor de um se a empresa oferecer plano de remuneração baseado em stock options e zero caso contrário.	Bloomberg e relatórios de referência
investcapital	Investimento de capital	Despesas de capital (DFC)/ Ativo total	Bloomberg
ilc	Índice de liquidez corrente	Ativo circulante / passivo circulante	Bloomberg
tamanho	Tamanho	Ln (Ativo total)	Bloomberg
creseven	Crescimento das vendas	Variação anual das vendas	Bloomberg
fco	Fluxo de caixa das operações	Caixa gerado nas operações (DFC) / Ativo total	Bloomberg

Fonte: Elaborado pelos autores

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.1 População e Amostra

Para testar as hipóteses, construiu-se uma amostra que contém as empresas não financeiras listadas no IBrX 50 durante um período de 8 anos, qual seja: 2010 a 2017. Os dados são extraídos das bases de dados *Bloomberg*, *Economática* e *Capital IQ*, disponibilizadas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. A amostra foi escolhida por ser o Brasil um dos principais países emergentes do mundo, além de possuir particularidades, como o fato da legislação prever o JSCP e ações preferenciais.

A pesquisa é exploratória, empírica e quantitativa. Tanto a pesquisa qualitativa como a quantitativa têm as suas vantagens. O importante, conforme Gunther (2006), é que o método escolhido considere a sua adequação ao problema de pesquisa. A opção pela pesquisa quantitativa se deu por ser a mais adequada para tratar empiricamente a questão de pesquisa. Assim sendo, verificações estatísticas são realizadas para investigar a existência de multicolinearidade, heterocedasticidade e autocorrelação.

4.2 Regressão Múltipla com Dados em Panel

A análise de regressão possibilita a previsão de uma variável dependente a partir do conhecimento de uma ou mais variáveis independentes, as quais podem ser quantitativas e/ou qualitativas. As variáveis quantitativas podem ser mensuradas, o que não ocorre com as variáveis qualitativas, pois estas indicam a presença ou a ausência de uma qualidade ou atributo. Neste caso, constrói-se variáveis artificiais com valores de 1 ou 0 (indicando ausência ou presença de um atributo) que são conhecidas como "variáveis *dummy*" (MISSIO; JACOBI, 2007).

O objetivo do pesquisador ao utilizar a regressão simples é justamente o de encontrar uma variável independente que melhore a previsão de referência. A regressão será simples se o problema tiver apenas uma variável independente, caso contrário será múltipla. Daí a importância do conceito de associação, representado pelo coeficiente de correlação, na análise de regressão, pois quanto maior for o coeficiente de correlação, mais forte a relação e, portanto, maior a precisão preditiva (HAIR *et al.*, 2005).

Nas séries temporais, observam-se os valores de uma ou mais variáveis em um período de tempo. Nos dados de corte transversal, coletam-se dados relativos a uma ou mais variáveis por várias unidades ou entidades amostrais no mesmo período; enquanto que nos dados em painel, a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, ou seja, os dados em painel oferecem “dados mais informativos, maior variabilidade, menos colinearidade entre variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência (GUJARATI; PORTER, 2011).

Com efeito, segundo Wooldridge (2017), um painel de uma dada variável x é uma amostra (conjunto de observações) na qual n indivíduos (ou empresas) são observados ao longo de T períodos de tempo. Devido à sua natureza, é natural que exista heterogeneidade para os diferentes indivíduos e também dependência nas observações em dados de painel, porque a variável evolui cronologicamente.

Para testar as hipóteses H_1 e H_2 , os dados coletados são inseridos num *software* econométrico: o Stata. São gerados 14 modelos e confirma-se que o painel é o melhor estimador, sendo 3 (três) painéis de efeitos fixos e os outros aleatórios, assim definidos após o Teste de Hausman. Estes painéis são então separados para a realização do conjunto de testes, pois caso haja correlação forte entre as variáveis de controle e as outras, se omitidas do modelo, a análise pode não ser evidenciada corretamente. Daí a necessidade da realização de testes, como o de heterocedasticidade de White.

Portanto, as hipóteses são testadas mediante análise de correlação e modelos de regressão com dados em painel. Os estimadores de mínimos quadrados generalizados (GLS) são apropriados, segundo CAMERON e PRAVIN (2009) quando há heterocedasticidade ou correlação entre os resíduos. Para corrigir esses problemas, o estimador Driscoll-Kraay é utilizado, pois experiências de Monte Carlo demonstram que as propriedades da amostra finita do estimador proposto Driscoll e Kraay (1998) são muito boas e superiores às de outras técnicas comumente usadas.

4.3. Equações Econométricas

Para testar as hipóteses que preveem a relação da governança corporativa sobre a estrutura de capital, estima-se uma série de equações, cujas siglas estão explicadas no capítulo

3, banco de dados. Todas as medidas de alavancagem são testadas com o roa/dproa entre as variáveis independentes, e depois estas são substituídas pelo roic/dproic.

$$LEV_{i,t} = \alpha + \beta_{\text{tamanho}}_{i,t} + \beta_{\text{crescven}}_{i,t} + \beta_{\text{roa}}_{i,t} + \beta_{\text{dproa}}_{i,t} + \beta_{\text{idade}}_{i,t} + \beta_{\text{conprop}}_{i,t} + \beta_{\text{consindep}}_{i,t} + \beta_{\text{dualceo}}_{i,t} + \beta_{\text{mulhcons}}_{i,t} + \beta_{\text{tamcons}}_{i,t} + \beta_{\text{stock}}_{i,t} + \beta_{\text{investcapital}}_{i,t} + \beta_{\text{ilc}}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Eq (1)}$$

Para avaliar o impacto das boas práticas de governança corporativa no desempenho das empresas também são estimadas uma série de regressões e um conjunto de variáveis, sendo que as 4 alav foram incluídas entre as variáveis independentes, uma de cada vez. Além da ROE também são utilizadas como variável dependente o ROIC e o ROA (neste caso a variável independente fco foi retirada para não ter endogeneidade).

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_{\text{alav}}_{i,t} + \beta_{\text{tamanho}}_{i,t} + \beta_{\text{crescven}}_{i,t} + \beta_{\text{idade}}_{i,t} + \beta_{\text{conprop}}_{i,t} + \beta_{\text{consindep}}_{i,t} + \beta_{\text{dualceo}}_{i,t} + \beta_{\text{mulhcons}}_{i,t} + \beta_{\text{tamcons}}_{i,t} + \beta_{\text{stock}}_{i,t} + \beta_{\text{investcapital}}_{i,t} + \beta_{\text{fco}}_{i,t} + \beta_{\text{ilc}}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Eq (2)}$$

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Amostra

A amostra final possui 39 companhias brasileiras não financeiras, integrantes do IBrX50, conforme quadro 2, no período de 2010 a 2017. Testes são feitos para verificar se há relação entre variáveis de governança com o endividamento e desempenho financeiro das empresas.

Quadro 3: Composição da Amostra Final

Descrição	Quantidade de empresas
IBrX50	50
(-) Empresas repetidas (possuem ON e PN)	2
(-) Empresas financeiras	7
(-) Holdings	2
(=) Amostra final	39

5.2 Estatística Descritiva

Os testes de estatística descritiva são realizados para ajudar na compreensão das variáveis. A estatística descritiva, por meio da composição, sumarização e descrição do conjunto de dados de maneira direta, possibilita uma compreensão maior do comportamento das variáveis de medidas de tendência central, como média e mediana, ponto mínimo, máximo e dispersão. Também apresenta o número de observações de todas as variáveis, o que pode ser conferido no apêndice A.

5.3 Análise de Correlação

O objetivo da análise de correlação é medir o grau de relacionamento entre as variáveis. É pela intensidade do coeficiente que é determinada se a relação é forte ou não, isto é, resultados acima de 0,55 são considerados altos. Ela também avalia a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes, que é comprovada pelos testes dos pressupostos dos modelos de regressão estática.

Os valores encontrados, de modo geral, apontam para baixas correlações. As variáveis com maior grau de correlação, conforme tabela do apêndice B, são o roic com o roe e com o roa, cujos valores são, respectivamente, 0,803 e 0,584. Como essa alta correlação já era previsível, não foram utilizadas ao mesmo tempo. A outra variável que apresenta alta correlação é o ilc com a alav2 e alav1, cujos números encontrados são, respectivamente, 0,6039 e 0,6022.

5.4 Dados em Painel

Os testes de regressão com dados em painel estático fornecem modelos exploratórios da relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes. São gerados 14 modelos, os quais são separados para realizar o conjunto de testes. Após os testes identificou-se que os resíduos não são normais, são heterocedásticos e autocorrelacionados. O modelo Driscoll Kraay corrige os dois problemas de uma só vez. O teste de Hausman define o melhor modelo econométrico a ser utilizado, cujos resultados apontam para a ocorrência de 3 modelos com efeitos fixos para e 11 com efeitos aleatórios.

Assim sendo, são adotados 3 painéis estáticos de efeitos fixos e 11 painéis estáticos de efeitos aleatórios, com correção para heterocedasticidade e autocorrelação. Na Tabela 1 a 3 são mostrados os coeficientes de regressão, o erro padrão, a estatística t, a probabilidade de significância P e o intervalo de confiança dos modelos com efeitos fixos.

As variáveis que apresentam significância estatística a 10% na tabela 1 são: tamanho, crescimento de vendas (*crescven*), concentração de propriedade (*conprop*), porcentagem de conselheiros independentes no conselho (*consindep*), dualidade do CEO (*dualceo*), porcentagem de mulheres no conselho (*mulhcons*), investimento de capital (*investcapital*), índice de liquidez corrente (*ilc*) e constante (*cons*). O resultado indica que quanto maior for o porte e crescimento da empresa, maior sua propensão ao endividamento, como terá também se a empresa tiver propriedade concentrada, independência dos conselheiros, dualidade do CEO e menos mulheres no conselho.

Tabela 1 – Regressão com Dados em Panel Estático e Efeitos Fixos – M0

Alav1	Coeficiente	Erro Padrão	t	P>[t]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	0.0708	0.0129	5.45	0.001	0.0400	0.1015
crescven	0.0160	0.0043	3.67	0.008	0.0057	0.0264
<i>roic</i>	-0.0947	0.0727	-1.30	0.234	-0.2667	0.0772
<i>dproic</i>	0	(omitted)				
<i>idade</i>	0.0044	0.0023	1.86	0.105	-0.0012	0.0100
conprop	0.0812	0.0245	3.30	0.013	0.0230	0.1393
consindep	0.0808	0.0170	4.75	0.002	0.0406	0.1210
dualceo	0.0463	0.0155	2.98	0.021	0.0095	0.0831
mulhcons	-0.0678	0.0266	-2.54	0.039	-0.1309	-0.0047
<i>tamcons</i>	0.0037	0.0034	1.07	0.322	-0.0045	0.0119
<i>stock</i>	0.0064	0.0231	0.28	0.788	-0.0483	0.0612
investcapital	-0.1779	0.0857	-2.07	0.077	-0.3807	0.0248
ilc	0.0139	0.0033	4.18	0.004	0.0060	0.0218
cons	-0.6447	0.2158	-2.99	0.020	-1.155	-0.1343

A tabela 2 possui as seguintes variáveis com significância estatística: tamanho, idade, conprop e cons., ou seja, indica que o desempenho financeiro será maior para empresas menores, mais antigas e sem propriedade concentrada.

Tabela 2 - Regressão com Dados em Panel Estático e Efeitos Fixos – M1

ROA	Coefficiente	Erro Padrão	t	P>[t]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	-0.0646	0.0132	-4.89	0.002	-0.0959	-0.0333
crescven	0.0020	0.0159	0.13	0.902	-0.0356	0.0396
idade	0.0037	0.0015	2.41	0.046	0.0001	0.0073
conprop	-0.0627	0.0174	-3.60	0.009	-0.1038	-0.0215
consindep	0.0250	0.0260	0.96	0.370	-0.0366	0.0866
dualceo	0.0144	0.0123	1.17	0.281	-0.0148	0.0436
mulhcons	-0.0028	-0.0306	-0.09	0.929	-0.0753	0.0696
tamcons	-0.0009	0.0018	-0.50	0.633	-0.0052	0.0034
stock	-0.0034	0.0058	-0.59	0.572	-0.0171	0.0102
investcapital	0.2151	0.2280	-0.94	0.377	-0.7544	0.3241
ilc	0.0014	0.0019	0.75	0.476	-0.0031	0.0060
cons	0.5367	0.0922	5.82	0.001	0.3186	0.7549

A variável dependente da tabela 3 é o ROIC, e assim como ocorre na tabela 2, encontra-se evidência de que o desempenho será maior para empresas menores, mais antigas e sem propriedade concentrada. No entanto, agora as variáveis dualidade do CEO, fluxo de caixa operacional e a constante também possuem relevância estatística, com coeficiente positivo.

Tabela 3 - Regressão com Dados em Panel Estático e Efeitos Fixos – M2

ROIC	Coefficiente	Erro Padrão	t	P>[t]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	-0.1424	0.0314	-4.52	0.003	-0.2169	-0.0679
crescven	-0.0026	0.0220	-0.12	0.908	-0.0548	0.0495
idade	0.0074	0.0030	2.40	0.048	0.0001	0.0147
conprop	-0.0973	0.0366	-2.66	0.033	-0.1839	-0.0107
consindep	-0.0663	0.0549	-1.21	0.266	-0.1962	0.0635
dualceo	0.0595	0.0298	2.00	0.086	-0.0110	0.1301
mulhcons	0.0928	0.0603	1.54	0.168	-0.0499	0.2355
tamcons	-0.0059	0.0040	-1.45	0.191	-0.0155	0.0037
stock	0.0131	0.0144	0.91	0.393	-0.0210	0.0473
investcapital	0.0025	0.3412	0.01	0.994	-0.8045	0.8095
fco	0.2996	0.1414	2.12	0.072	-0.0349	0.6341
ilc	0.0039	0.0025	1.55	0.166	-0.0020	0.0098
cons	1.1979	0.2205	5.43	0.001	0.6765	1.7194

A tabela 4 possui tamanho e índice de liquidez com sinal positivo e a constante com coeficiente negativo, o que indica que quanto maior for o tamanho da empresa e a liquidez, maior será o endividamento.

Tabela 4 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M0

Alav1	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	0.0949	0.0320	2.96	0.003	0.0321	0.1578
crescven	0.0088	0.0197	0.45	0.653	-0.0298	0.0476
roa	-0.2757	0.1791	-1.54	0.124	-0.6269	0.0755
dproa	0.1920	0.1688	1.14	0.255	-0.1389	0.5230
idade	-0.0003	0.0013	-0.27	0.788	-0.0030	0.0023
conprop	0.0507	0.0397	1.28	0.201	-0.0270	0.1285
consindep	0.1105	0.0812	1.36	0.173	-0.0486	0.2697
dualceo	0.0225	0.0203	1.11	0.266	-0.0172	0.0623
mulhcons	-0.0394	0.0473	-0.83	0.404	-0.1322	0.0532
tamcons	0.0005	0.0057	0.10	0.923	-0.0106	0.0117
stock	-0.0035	0.0203	-0.17	0.861	-0.0433	0.0362
investcapital	-0.1461	0.2098	-0.70	0.486	-0.5574	0.2650
ilc	0.0164	0.0049	3.34	0.001	0.0068	0.0261
cons	-0.5827	0.3194	-1.82	0.068	-12.089	0.0434

A medida de alavancagem utilizada a seguir, na tabela 5 (alav2), além das variáveis tamanho e ilc, possui a conprop com significância estatística, também com sinal positivo, o que aponta que quanto mais concentrada for a propriedade, mais endividada ela é.

Tabela 5 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M1

Alav2	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	0.0841	0.0346	2.43	0.015	0.0162	0.1521
creseven	0.0127	0.0199	0.64	0.523	-0.0263	0.0519
roa	-0.1148	0.1729	-0.66	0.507	-0.4536	0.2240
dproa	0.1800	0.1538	1.17	0.242	-0.1214	0.4816
idade	0.0000	0.0014	0.03	0.978	-0.0027	0.0028
conprop	0.0637	0.0354	1.80	0.072	-0.0056	0.1331
consindep	0.1132	0.0712	1.59	0.112	-0.0263	0.2529
dualceo	0.0200	0.0266	0.76	0.450	-0.0320	0.0722
mulhcons	-0.0265	0.0435	-0.61	0.543	-0.1119	0.0589
tamcons	-0.0033	0.0056	-0.59	0.554	-0.0144	0.0077
stock	0.0054	0.0202	0.27	0.787	-0.0342	0.0452
investcapital	-0.1792	0.2238	-0.80	0.423	-0.6180	0.2595
ilc	0.0179	0.0054	3.33	0.001	0.0073	0.0285
cons	0.5224	0.3630	-1.44	0.150	-1.2340	0.1890

Ao trocar o roa e dproa pelo roic e dproic, respectivamente, a variável conprop perdeu significância estatística, restando apenas as variáveis tamanho e ilc, ambas com coeficiente positivo.

Tabela 6 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M2

Alav2	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	0.0736	0.0301	2.44	0.015	0.0145	0.1327
creseven	0.0130	0.0191	0.68	0.495	-0.0244	0.0505
roic	-0.0312	0.0734	-0.43	0.671	-0.1751	0.1127
dproic	0.0137	0.1768	0.08	0.938	-0.3328	0.3603
idade	0.0000	0.0014	0.02	0.988	-0.0028	0.0029
conprop	0.0784	0.0374	2.09	0.036	0.0049	0.1519
consindep	0.1073	0.0705	1.52	0.128	-0.0310	0.2456
dualceo	0.0181	0.0251	0.72	0.470	-0.0311	0.0675
mulhcons	0.0265	0.0436	-0.61	0.544	-0.1121	0.0591
tamcons	0.0040	0.0053	-0.76	0.448	-0.0146	0.0064
stock	0.0075	0.0197	0.38	0.702	-0.0312	0.0463
investcapital	0.1648	0.2393	-0.69	0.491	-0.6339	0.3043
ilc	0.0179	0.0052	3.39	0.001	0.0075	0.0283
cons	-0.4135	0.2997	-1.38	0.168	-1.0010	0.1738

A tabela 7 possui como variável dependente uma outra medida de alavancagem, e nela as variáveis tamanho, roa, consindep, dualceo e cons são as que apresentam significância estatística.

Tabela 7 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M3

Alav3	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	0.1011	0.0482	2.09	0.036	0.0065	0.1958
crescven	0.1855	0.1884	0.98	0.325	-0.1839	0.5549
roa	0.9132	0.5174	-1.77	0.078	-1.9273	0.1008
dproa	0.0756	0.3689	-0.20	0.838	-0.7986	0.6474
roe	0.0796	0.1502	0.53	0.596	-0.2148	0.3741
idade	-0.0004	0.0015	-0.31	0.758	-0.0035	0.0025
conprop	0.1038	0.0765	1.36	0.175	-0.0462	0.2539
consindep	0.4157	0.1443	2.88	0.004	0.1328	0.6986
dualceo	0.1383	0.0711	-1.94	0.052	-0.2777	0.0010
mulhcons	0.2252	0.1715	1.31	0.189	-0.1110	0.5615
tamcons	0.0031	0.0131	0.24	0.810	-0.0225	0.0289
stock	0.0085	0.0740	-0.12	0.908	-0.1536	0.1365
investcapital	0.3807	0.3637	-1.05	0.295	-1.0937	0.3322
ilc	0.0196	0.0163	1.20	0.229	-0.0123	0.0516
cons	-0.9485	0.5131	-1.85	0.065	-1.9542	0.0571

Na tabela 8, as variáveis roic, dualceo e cons apresentam significância estatística com sinal negativo, enquanto o dproic, conprop e consindep possuem coeficiente com sinal positivo, o que significa que o endividamento será maior quanto maior for o tamanho e volatilidade da empresa, mais concentrada for a propriedade e houver mais conselheiros independentes, o que é observado também quanto menor o roic e na ausência de dualidade do CEO.

Tabela 8 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M4

Alav3	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	0.1078	0.0487	2.21	0.027	0. 122	0.2034
crescven	0.1772	0.1794	0.99	0.323	-0.1744	0.5288
roic	-0.2395	0.0881	-2.72	0.007	-0.4122	-0.0667
dproic	0.4705	0.2427	1.94	0.053	-0.0052	0.9463
idade	-0.0005	0.0016	-0.34	0.731	-0.0037	0.0026
conprop	0.1046	0.0633	1.65	0.099	-0.0196	0.2289
consindep	0.4041	0.1407	2.87	0.004	0.1282	0.6800
dualceo	-0.1372	0.0704	-1.95	0.051	-0.2754	0.0008
mulhcons	0.2628	0.1808	1.45	0.146	-0.0916	0.6173
tamcons	-0.000	0.0130	-0.01	0.994	-0.0257	0.0255
stock	-0.0176	0.0710	-0.25	0.803	-0.1568	0.1214
investcapital	-0.2388	0.3535	-0.68	0.499	-0.9316	0.4540
ilc	0.0232	0.0152	1.53	0.127	-0.0065	0.0530
cons	-1.0426	0.5320	-1.96	0.050	-2.0853	0.0001

A tabela 9 traz outra medida de alavancagem, e dessa vez as variáveis encontradas que possuem significância estatística são: tamanho, crescven, dualceo, *stock*, ilc e cons, sendo que, entre elas, apenas a constante apresenta coeficiente positivo. O que aponta que quanto menor for o tamanho da empresa, maior o seu endividamento. Nas regressões com efeitos aleatórios, é o único modelo em que o coeficiente desta variável possui sinal negativo.

Em relação à variável *stock*, a análise que pode ser feita é que a presença de plano de remuneração com base em *stock options* reduz o nível de alavancagem, assim como o crescimento das vendas e a de dualidade do CEO. Um índice de liquidez corrente também parece influenciar na alavancagem: indica que quanto maior o ilc, menor será o endividamento.

Tabela 9 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M5

Alav4	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	-0.6150	0.2675	-2.30	0.022	-1.1394	*-0.0907
crescven	-0.2387	0.1364	-1.75	0.080	-0.5062	0.0287
roa	-0.1342	1.042	-0.13	0.897	-2.1772	1.908
dproa	-1.1528	2.452	-0.47	0.638	-5.9600	3.654
roe	-0.1620	0.3106	-0.52	0.602	-0.7708	0.4468
idade	0.0096	0.0082	1.16	0.246	-0.0066	0.0258
conprop	0.1578	0.3546	0.45	0.656	-0.5372	0.8529
consindep	0.6411	0.4459	1.44	0.151	-0.2330	1.515
dualceo	-0.1675	0.0953	-1.76	0.079	-0.3544	0.0193
mulhcons	0.5873	0.5831	1.01	0.314	-0.5556	1.7304
tamcons	-0.0217	0.0370	-0.59	0.556	-0.0943	0.0507
stock	-0.1602	0.0809	-1.98	0.048	-0.3189	-0.0015
investcapital	-1.4294	1.184	-1.21	0.228	-3.7513	0.8923
ilc	-0.0352	0.0169	-2.08	0.037	-0.0684	-0.0020
cons	7.039	2.977	2.36	0.018	1.2043	1.2874

As variáveis tamanho, crescven, stock, ilc e cons são as que apresentam significância estatística na tabela 10. Nota-se que ao trocar o roa e dproa pelo roic e dproic, a única variável que perde significância estatística é a dualidade do CEO.

Tabela 10 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M6

Alav4	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
tamanho	-0.5740	0.2566	-2.24	0.025	-1.0770	-0.0712
crescven	-0.2516	0.1283	-1.96	0.050	-0.5033	-0.000
roic	-0.5982	0.4454	-1.34	0.179	-1.4713	0.2749
dproic	3.1225	3.534	0.88	0.377	-3.8050	10.0500
idade	0.0098	0.0096	1.02	0.308	-0.0090	0.0288
conprop	0.0647	0.3888	0.17	0.868	-0.6973	0.8268
consindep	0.6068	0.4276	1.42	0.156	-0.2312	1.4450
dualceo	-0.1389	0.0849	-1.64	0.102	-0.3053	0.0275
mulhcons	0.6341	0.6028	1.05	0.293	-0.5474	1.8156
tamcons	-0.0212	0.0396	0.54	0.592	-0.0990	0.0564
stock	-0.1709	0.0911	1.87	0.061	-0.3496	0.0077
investcapital	-1.3283	1.295	1.03	0.305	-3.8682	1.2115
ilc	-0.0336	0.0147	2.27	0.023	-0.0626	-0.0046
cons	6.4664	2.564	2.52	0.012	1.4391	11.4936

Para testar o efeito direto da alavancagem financeira no desempenho da empresa, ela foi incluída como variável independente. As tabelas a seguir diferem entre si apenas pelas medidas utilizadas para calcular a variável independente alavancagem. Nas tabelas 11 e 14, a única variável que apresenta significância estatística é a *conprop*, que sempre apresenta coeficiente com sinal negativo, o que aponta para que quanto mais concentrada é a propriedade, menor será o desempenho financeiro.

Tabela 11 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M7

ROE	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
alav1	-0.1319	0.1465	-0.90	0.368	-0.4190	0.1552
tamanho	-0.0322	0.0298	-1.08	0.280	-0.0908	0.0263
crescven	-0.0070	0.0326	-0.22	0.829	-0.0710	0.0568
idade	-0.0005	0.0008	-0.60	0.546	-0.0023	0.0012
conprop	-0.0722	0.0315	-2.29	0.022	-0.1339	-0.0104
consindep	0.1293	0.0924	1.40	0.162	-0.0518	0.3104
dualceo	0.0504	0.0320	1.58	0.115	-0.0123	0.1132
mulhcons	0.1136	0.1249	0.91	0.363	-0.1313	0.3586
tamcons	0.0012	0.0045	0.28	0.783	-0.0077	0.0102
stock	-0.0140	0.0271	-0.52	0.605	-0.0672	0.0391
investcapital	-0.2324	0.2737	-0.85	0.396	-0.7690	0.3041
fco	0.2693	0.1694	1.59	0.112	-0.0629	0.6015
ilc	0.0060	0.0067	0.91	0.364	-0.0070	0.0192
cons	0.4572	0.3596	1.27	0.204	-0.2476	1.1621

Tabela 14 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M10

ROE	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
alav4	-0.0103	0.0083	-1.23	0.217	-0.0267	0.0060
tamanho	-0.0665	0.0448	-1.48	0.138	-0.1545	0.0214
crescven	-0.0143	0.0333	-0.43	0.666	-0.0797	0.0509
idade	-0.0005	0.0010	-0.52	0.606	-0.0025	0.0014
conprop	-0.0760	0.0349	-2.18	0.029	-0.1444	-0.0076
consindep	0.0811	0.1065	0.76	0.446	-0.1276	0.2899
dualceo	0.0547	0.0338	1.62	0.106	-0.0115	0.1211
mulhcons	0.1564	0.1531	1.02	0.307	-0.1437	0.4567
tamcons	-0.0001	0.0052	-0.03	0.975	-0.0103	0.0100
stock	-0.0140	0.0259	-0.54	0.587	-0.0649	0.0367
investcapital	-0.2695	0.2650	-1.02	0.309	-0.7890	0.2499
fco	0.3861	0.2756	1.40	0.161	-0.1540	0.9263
ilc	0.0019	0.0047	0.42	0.677	-0.0073	0.0113
cons	0.7831	0.5455	1.44	0.151	-0.2861	1.8524

Nas tabelas 12 e 13, as variáveis com significância estatística são conprop e dualceo. Nelas, verifica-se que a presença de dualidade do CEO favorece o melhor desempenho financeiro das empresas.

Tabela 12 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M8

ROE	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
alav2	-0.0451	0.1068	-0.42	0.673	-0.2545	0.1642
tamanho	-0.0398	0.0288	-1.38	0.167	-0.0964	0.0166
crescven	-0.0072	0.0332	-0.22	0.827	-0.0723	0.0578
idade	-0.0004	0.0009	-0.49	0.626	-0.0023	0.0013
conprop	-0.0759	0.0317	-2.39	0.017	-0.1382	-0.0137
consindep	0.1201	0.0918	1.31	0.191	-0.0597	0.3000
dualceo	0.0519	0.0309	1.68	0.093	-0.0087	0.1127
mulhcons	0.1153	0.1242	0.93	0.353	-0.1282	0.3588
tamcons	0.0014	0.0045	0.31	0.756	-0.0075	0.0103
stock	-0.0115	0.0276	-0.42	0.677	-0.0658	0.0427
investcapital	-0.2315	0.2890	-0.80	0.423	-0.7981	0.3349
fco	0.2748	0.1832	1.50	0.134	-0.0842	0.6340
ilc	0.0042	0.0054	0.77	0.443	-0.0065	0.0149
cons	0.4946	0.3544	1.40	0.163	-0.2000	1.1893

Tabela 13 - Regressão com Dados em Painel Estático e Efeitos Aleatórios – M9

ROE	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>[z]	95% Intervalo de Confiança	
alav3	-0.0136	0.0218	-0.62	0.533	-0.0563	0.0291
tamanho	-0.0588	0.0406	-1.45	0.147	-0.1384	0.0207
crescven	-0.0090	0.0348	-0.26	0.794	-0.0773	0.0591
idade	-0.0005	0.0010	-0.56	0.574	-0.0025	0.0014
conprop	-0.0782	0.0343	-2.28	0.023	-0.1456	-0.0108
consindep	0.0820	0.1079	0.76	0.447	-0.1295	0.2936
dualceo	0.0561	0.0338	1.66	0.097	-0.0100	0.1224
mulhcons	0.1546	0.1517	1.02	0.308	-0.1427	0.4520
tamcons	0.0003	0.0049	0.08	0.939	-0.0094	0.0101
stock	-0.0068	0.0290	-0.23	0.814	-0.0636	0.0500
investcapital	-0.2758	0.2648	-1.04	0.298	-0.7950	0.2433
fco	0.3842	0.2718	1.41	0.157	-0.1484	0.9170
ilc	0.0030	0.0047	0.65	0.514	-0.0061	0.0123
cons	0.6865	0.4923	1.39	0.163	-0.2785	1.6515

Em suma, a análise conjunta dos modelos aponta para a relevância de 8 (oito) variáveis, quais sejam: tamanho, idade (apenas para o painel de efeito fixo e em relação à variável de desempenho), crescven (apenas em relação à variável de alavancagem), conprop, consindep (apenas em relação à variável de alavancagem), dualceo, ilc (apenas em relação à variável de alavancagem) e cons.

O tamanho de uma empresa pode indicar a sua probabilidade de falência, ou seja, pode estar relacionado ao risco. Conforme Nakamura *et al.* (2007), os custos diretos de falência são os mesmos para empresas pequenas e grandes, isto é, os custos de falência das pequenas, em proporção aos seus ativos, são muito maiores, o que pode explicar o maior endividamento de empresas grandes. Pode-se dizer que essas empresas podem possuir um nível de dívidas maior sem sofrerem consequências negativas.

Os autores verificam que empresas de menor porte dependem mais de recursos próprios, o que pode ser justificado, conforme explicam “pela conjuntura econômica prevalecente no Brasil nos últimos anos, marcada por escassez de financiamentos, principalmente de longo prazo e também, primordialmente, para pequenas empresas”.

Segundo eles, as empresas de maior porte tendem a ter um maior nível de endividamento em decorrência de pelo menos três aspectos: por terem condições de resolver os problemas de assimetria de informação entre credores e devedores com menores custos; por pagarem custos mais baixos na captação externa de recursos; e pelo fato de geralmente serem mais diversificadas, ou seja, apresentarem menor risco de negócio.

Os resultados obtidos, de modo geral, correspondem à expectativa, pois exceto a *alav4*, que apresentou sinal diferente do esperado, as outras medidas (*alav1*, *alav2* e *alva3*) possuem sinal positivo. Confirmado também o sinal negativo para o desempenho, ainda que apenas para o painel de efeitos fixos. Com efeito, empresas de maior tamanho são mais consolidadas e geralmente tendem a ter uma rentabilidade menor.

Em relação à idade, pode-se presumir que uma empresa mais antiga seja mais experiente em seus negócios, conforme Detthamrong *et al.* (2017). Os autores entendem que as empresas mais antigas tendem a ter uma melhor estrutura organizacional, processos e sistemas, ou seja, é esperado que tenham um melhor desempenho, e foi este o resultado encontrado nos painéis com efeitos fixos.

Os resultados são mistos para a variável *crescven* e, portanto, inconclusivos, com uma leve inclinação para a evidência de que um maior crescimento das vendas esteja relacionado com um endividamento mais elevado, o que era esperado, pois segundo Nakamura *et al.* (2007), “empresas com maiores taxas de crescimento tendem a procurar fora os recursos para financiar o seu crescimento, privilegiando em primeiro lugar a tomada de novas dívidas”.

Para a variável concentração de propriedade (*conprop*), observa-se uma forte relação negativa com o desempenho da empresa, o que pode ser explicado pelo fato do dono ter a tendência de ser executivo. São os principais acionistas que normalmente administram a empresa, isto é, a administração é menos profissionalizada. Portanto, pela influência que estes acionistas exercem sobre os administradores da empresa, e pela possibilidade de expropriação do acionista minoritário, espera-se que as empresas concentradas, além de terem um desempenho pior, também possuam uma dívida mais elevada como forma de reduzir o oportunismo.

A teoria da agência propõe que a inclusão de pessoas independentes/externas nos conselhos de administração permite que este seja mais eficaz em monitorar os administradores. O resultado encontrado, de que a presença de conselheiros independentes aponta para um nível mais alto de endividamento, está de acordo com o esperado, pois confirma as teorias TOT e POT, as quais preveem uma correlação negativa entre risco e alavancagem. Uma explicação é que os conselheiros independentes tendem a serem mais técnicos, além de poderem ajudar a empresa a recorrer a fontes externas de financiamento com suas valiosas redes de contato.

Obtem-se resultados mistos em relação à alavancagem para a presença de dualidade do CEO, embora os resultados apontem levemente para que as empresas sejam mais endividadas quando isto ocorre. Para Detthamrong *et al.* (2017), um CEO-presidente mais avesso ao risco pode perseguir uma política de baixa alavancagem, o que pode reduzir tanto o risco quanto o retorno da empresa. Portanto, o nível de endividamento teria mais relação com o “apetite” por risco do CEO do que pela dualidade propriamente dita.

Os autores também lembram que essa dualidade pode melhorar a velocidade da decisão, o que pode ser importante durante os períodos nos quais os mercados mudem rapidamente, como no caso brasileiro. Isso explicaria a razão dos resultados indicarem que a dualidade do CEO melhora o desempenho, contrariando o esperado. Sabe-se que a dualidade do CEO pode causar um conflito de interesse, pois permite que o CEO controle as informações a serem divulgadas aos outros membros do conselho, impedindo-os de detectar qualquer problema nas operações da empresa, o que, provavelmente aumentaria os custos de agência, já que a capacidade do conselho de monitorar o CEO fica reduzida (DEY *et al.*, 2011).

O indicador de liquidez corrente, de acordo com Ozkan (2001), pode ter qualquer sinal em relação à alavancagem, pois existe explicação para os dois: as empresas mais líquidas possuem mais condições de se endividarem por oferecerem menos riscos aos credores, embora sempre haja a possibilidade de expropriação destes por parte dos acionistas no uso de seus ativos líquidos. Por outro lado, justamente pelo fato da empresa ter muita liquidez em seus ativos, não precisaria se endividar.

Nakamura *et al.* (2007), em linha com o argumento anterior, explicam: “Os fornecedores de dívida tendem a se sentirem mais confortáveis quando ativos tangíveis são dados em garantia de empréstimos, fazendo com que a empresa tenha maior capacidade de tomada de dívidas e a custos financeiros menores”. Ademais, empresas com maior liquidez corrente são empresas que investem mais em capital de giro e, conseqüentemente, precisam ser financiadas.

Os resultados encontrados são mistos, mas predomina a evidência de que um maior índice de liquidez esteja positivamente relacionado a um endividamento maior, pois entre as medidas utilizadas para medir a alavancagem, a *alav4* é a mais “fraca”. Assim, pode-se dizer que o resultado encontrado está de acordo com o esperado.

Quadro 3 - Síntese dos Sinais Encontrados (Significância Estatística a 10%)

EFEITO FIXOS	VARIÁVEL DEPENDENTE	tamanho	roa	roic	dproic	idade	crescven	conprop	consindep	dualceo	fco	stock	mulhcons	investcapital	ilc	cons
M0	alav1	+					+	+	+	+			-	-	+	-
EFEITO ALEATÓRIOS		tamanho	roa	roic	dproic	idade	crescven	conprop	consindep	dualceo	fco	stock	mulhcons	investcapital	ilc	cons
M0	alav1	+													+	-
M1	alav2	+						+							+	
M2	alav2	+													+	
M3	alav3	+	+						+	+						-
M4	alav3	+		-	+			+	+	-						-
M5	alav4	-					-			-		-			-	+
M6	alav4	-					-					-			-	+
ESPERADO DA TEORIA		tamanho	roa	roic	dproic	idade	crescven	conprop	consindep	dualceo	fco	stock	mulhcons	investcapital	ilc	cons
alavancagem		+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	

EFEITO FIXOS	VARIÁVEL DEPENDENTE	tamanho	roa	roic	dproic	idade	crescven	conprop	consindep	dualceo	fco	stock	mulhcons	investcapital	ilc	cons
M1	roa	-				+		-								+
M2	roic	-				+		-		+	+					+
EFEITO ALEATÓRIOS		tamanho	roa	roic	dproic	idade	crescven	conprop	consindep	dualceo	fco	stock	mulhcons	investcapital	ilc	cons
M7	roe							-								
M8	roe							-		+						
M9	roe							-		+						
M10	roe							-								
ESPERADO DA TEORIA		tamanho	roa	roic	dproic	idade	crescven	conprop	consindep	dualceo	fco	stock	mulhcons	investcapital	ilc	cons
desempenho		-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-	

* Elaborado pelos autores

6. CONCLUSÃO

A estrutura de capital é central nos estudos de finanças. Como definir sua melhor composição é um desafio. A inclusão de outros elementos que não os impostos, mas que também podem interferir no custo de capital das empresas, como os custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; MYERS, 1977), custos de falência (STIGLITZ, 1972; TITMAN, 1984) e assimetria de informação (MYERS; MAJLUF, 1984), estão cada vez mais presentes. Este trabalho pretende identificar se as variáveis de governança possuem relação com a estrutura de capital e desempenho financeiro das empresas.

São analisadas 39 empresas não financeiras entre 2010 a 2017, por meio de análise de correlação e regressão com dados em painel. As variáveis de GC que apresentam um resultado mais relevante são: conprop, consindep e dualceo, chegando-se as seguintes conclusões:

A primeira é a de que a concentração de propriedade está positivamente relacionada ao endividamento das empresas e que há uma relação negativa com o desempenho delas, ou seja, empresas cuja propriedade é concentrada são mais alavancadas e possuem um desempenho pior. Uma explicação plausível é que geralmente são os principais acionistas quem administra as empresas de propriedade concentrada ou, no mínimo, estes exercem forte influência sobre o administrador, o que leva a uma administração menos profissionalizada. É de se esperar também que estas sejam mais endividadas pelo fato da dívida ser um mecanismo de proteção contra o oportunismo do administrador.

A segunda dedução é que empresas assumem mais dívidas quando há mais conselheiros independentes (externos) no conselho. Novamente a tecnicidade parece estar influenciando nos resultados, já que normalmente conselheiros externos são mais profissionais, além de poderem ajudar a empresa a recorrer a fontes externas de financiamento com suas importantes redes de contato.

Outro entendimento após as análises é a de que a dualidade do CEO aumenta o desempenho. Apesar de não ser o esperado pela teoria da agência, já que há uma redução da capacidade do conselho de monitorar o CEO (o que propicia a presença de conflitos de interesses), há uma explicação dada por Detthamrong *et al.* (2017): a dualidade pode melhorar

a velocidade da decisão, o que pode ser importante durante os períodos nos quais os mercados mudem rapidamente, como no caso brasileiro.

As variáveis de controle podem influenciar tanto a alavancagem financeira quanto o desempenho financeiro das empresas e, portanto, a fim de verificar sua contribuição relativa, algumas foram incluídas na regressão, merecendo destaque as variáveis tamanho, idade e ilc. Os resultados apontam para a tese de que quanto maior o tamanho da empresa, mais alavancada ela é, e o desempenho é menos satisfatório, decerto por, usualmente, estas empresas serem mais consolidadas.

Em relação à idade, Detthamrong *et al.* (2017) pressuem que uma empresa mais antiga seja mais experiente em seus negócios, além delas tenderem a ter uma melhor estrutura organizacional, processos e sistemas. Assim sendo, é de se esperar que quanto mais antiga a data da constituição de uma empresa, maior seja o seu desempenho. O resultado obtido vai ao encontro deste raciocínio.

O indicador de liquidez corrente, de acordo com Ozkan (2001), pode ter qualquer sinal em relação à alavancagem, pois existe explicação para os dois: as empresas mais líquidas possuem mais condições de se endividarem, pois oferecem menos riscos aos credores, embora sempre haja a possibilidade de expropriação dos credores por parte dos acionistas no uso de seus ativos líquidos, e por outro lado, justamente pelo fato da empresa ter muita liquidez em seus ativos, não precisaria se endividar.

Embora os resultados encontrados para o índice de liquidez corrente sejam mistos, predomina a evidência de que um maior ilc está positivamente relacionado a um endividamento maior, pois entre as medidas utilizadas para medir a alavancagem, a $alav_4$ é a mais “fraca”. Assim, pode-se dizer que o resultado obtido está de acordo com o esperado, afinal, empresas com maior liquidez corrente são empresas que investem mais em capital de giro e, conseqüentemente, precisam ser financiadas. Ademais, elas não só possuem maior capacidade de tomar dívidas, como ainda o fazem a custos financeiros menores.

Diante todo o exposto, os resultados sugerem que algumas variáveis de GC afetam a estrutura de capital e/ou o desempenho financeiro das empresas, notadamente as de concentração de propriedade, de porcentagem de conselheiros independentes no conselho e

dualidade do CEO. É ainda identificada uma oportunidade para o desenvolvimento de trabalhos futuros: a de realizar a mesma análise com painéis dinâmicos, pois podem aparecer outras variáveis que os painéis estáticos não detectaram.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias. **Sistema de Informação Abrasca às Companhias Abertas**. n. 1281 e 1282, 21 e 28/12/2015. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br/Uploads/siacia/1231_SiaCia_1281_1282.pdf>. Acesso em 09 jun. 2018.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R.. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p. 377–397, 1996.

AKERLOF, G. The Market for “Lemons”: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 488-500, 1970.

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: Um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto não Listadas na Bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907-924, 2010.

ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M.. Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 315–342, 2004.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de Controle Gerencial**. Tradução: Adalberto Ferreira das Neves. São Paulo: Atlas, 2002.

ARAUJO, J. O.; PARISI, C.; SILVA, A. F.; NAKAMURA, W. T. Remuneração de Executivos e Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras: Uma Visão Empírica após a Publicação da Instrução Normativa CVM 480. *Revista Brasileira de Contabilidade*, n. 209, p. 68-83, 2014.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de Listagem**. Disponível em: Segmentos de listagem. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 09 dez. 2018.

_____. Ações. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 18 jun. 2018.

BARBER, B. M.; ODEAN T.. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. **Quarterly Journal Of Economics**, p. 261-292, 2001.

BARCLAY H.; SHANE, M.; SMITH, C. W.. Debt and Taxes: Evidence from the Real Estate Industry. **Journal of Corporate Finance**, 2013.

BARTHOLDY, J.; MATEUS, C. Debt and Taxes: Evidence from a Bank Based System. CAF Annual Meeting, Denmark, 2003.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: Um Estudo Empírico Considerando Fatores Macroeconômicos e Institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BATHALA, C.; RAMESH, R.. The Determinant of Board Composition: An Agency Theory Perspective. **Managerial and Decision Economics**, v. 16, 59-69, 1995.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M.. Executive Compensation as an Agency Problem. **The Journal of Economic Perspectives**, p. 71–92, 2003.

_____; HAMDANI, A. H.. The Elusive Quest For Global Governance Standards. **University of Pennsylvania Law Review**, discussion paper n. 633, 2009.

BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. L.. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, **Journal of Finance**, p. 1411–1437, 1997.

BERKOVITCH, E.; ISRAEL, R.. The Design of Internal Control and Capital Structure. **The Review of Financial Studies**, v. 9, p. 209–240, 1996.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BESARRIA, C. N.. A Qualidade das Informações Prestadas pelas Empresas Reduz os Riscos de Investimento? Uma Análise Empírica para os Diferentes Níveis de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 14, p. 11-37, 2015.

BHAGAT, S.; BLACK, B.. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **The Business Lawyer**, v. 54, n. 3, p. 921-963, 1999.

_____; BOLTON, B.. Corporate Governance and Firm Performance. **Journal of Corporate Finance**, p. 257–273, 2008.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G.; GORGA, É.. What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIK Countries). **Journal of Corporate Finance**, p. 934-952, 2012.

_____; _____. SAMPAIO, J. O. The Evolution of Corporate Governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

_____; _____. KHANNA, V.; KIM, W; YURTOGLU, B.. Corporate Governance Indices and Construct Validity. **ECGI Working Paper Series in Finance** n. 483/2016, 2017.

BOKPIN, G. A.; ARKO, A. C.. Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firm's Empirical Evidence from Ghana. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 4, p. 1-11, 2009.

BOSHKOSKA, M. The Agency Problem: Measures for Its Overcoming. **International Journal of Business and Management**, v. 10, n. 1, 2015.

BOWER, J. L.; PAINE, L. S. O Principal Erro da Liderança Corporativa. **Harvard Business School Brasil**, 2017. Disponível em: < <http://hbrbr.uol.com.br/o-principal-erro-da-lideranca-corporativa/>>. Acesso em: 19 mar. 2018.

BOZEC, R. Board of Directors, Market Discipline and Firm Performance. **Journal of Business, Finance and Accounting**, p. 1921–1960, 2005.

BRAILSFORD, T. J.; OLIVER, B. R.; PUA, S. L. H.. On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure. **Journal of Accounting and Finance**, p. 1-26, 2002.

BRANDER, J.A., POITEVIN, M.. Managerial Compensation and the Agency Costs of Debt Finance. **Managerial and Decision Economics**, p. 55-64, 1992.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F.. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10^a ed., McGraw-Hill Bookman, 2013.

BRUCE, A.; BUCK, T.; MAIN, B. G.. Top Executive Remuneration: A View from Europe, **Journal of Management Studies**, p. 1493–1506, 2005.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E.. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMERON, A. C; PRAVIN; K. T. **Microeconometrics Using Stata**. Texas: A Stata Press Publication, 2009.

CAPEZIO, A.; SHIELDS, J.; O'DONNELL, M.. Too Good to Be True: Board Structural Independence as a Moderator of CEO Pay for Firm Performance. **Journal of Management Studies**, p. 487-513, 2011.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G.. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. **Financial Review**, v. 38, n. 1, p. 33-53, 2003.

CHANG, Y. K.; CHOU, R. K.; HUANG, T. H.. Corporate Governance and the Dynamics of Capital Structure: New Evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 48, p. 374–385, 2014.

CHEMMANUR, Thomas J.; CHENG, Yingmei; ZHANG, Tianming. Human Capital, Capital Structure, and Employee Pay: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 2, p. 478-502, 2013.

CHEN, Z.; CHEUNG, Y. L.; STOURAITIS, A.; WONG, A. W. S.. Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 13, p. 431-449, 2005.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P.. **On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia**, 1999. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=202390>. Acesso em: 10 out. 2018.

_____; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **Journal of Finance**, American Finance Association, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

_____; YURTOGLU, B.. **Corporate Governance and Development - An Update**. Focus 10, Global Corporate Governance Network, IFC., 2012. Claessens, Stijn and Yurtoglu, B. Burcin, Corporate Governance and Development: An Update (May 17, 2012). 2012, Focus 10, Global Corporate Governance Network, IFC.. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2061562>. Acesso em: 10 out. 2018.

COLLOCA, F. R.; AMBROZINI, M. A.. **Análise da Estrutura de Capital de Empresas com Governança Corporativa**, Nucleus, v. 6, n. 2, 2009.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T.. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e *Trade-Off* Usando Panel Data. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, 2013.

COTTER, J.; SHIVDASANI, A.; ZENNER, M.. Do Independent Directors Enhance Target Shareholders Wealth during Tender Offers. **Journal of Financial Economics**, v. 43, p. 195-218, 1997.

CUSTÓDIO, C.; METZGER, D.. Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. **Journal of Financial Economics**, v. 114, n 1, p. 125-154, 2014.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa**, 2002. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 29 mai. 2017.

_____. **Mudanças nas Regras de Registro de Emissores**. 8 jun. 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170608-2.html>>. Acesso em: 9 jun. 2018.

CARVALHAL, A.; LEAL, R P. C.. Corporate Governance, Market Valuation And Dividend Policy in Brazil. **Relatório Coppead**, n. 390, 2003.

_____; _____. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, 2005.

CHANCHARAT, N.; KRISHNAMURTI, C.; TIAN, G.. Board Structure and Survival of New Economy IPO Firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 2, p. 144–163, 2012.

DAHYA, J.; MCCONNELL, J. J.. Board Composition, Corporate Performance and the Cadbury Committee Recommendation. **Journal of Financial and Quantitative Analyses**, v. 42, n. 3 p. 535–564, 2007.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D.. Estudo dos Models *Trade-Off* e *Pecking Ordem* para as Variáveis Endividamento e *Payout* em Empresas Brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, 2009.

DAVIS, B.; SHLOR, R.. Executive Compensation and Financial Performance in Real Estate Industry. **The journal of Real Estate Research**, v. 10, p. 141-151, 1995.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. W.. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3-27, 1980.

DELOITTE; IBRI. **Governança Corporativa e Relações com Investidores: Criação de Valor em uma Nova Era de Engajamento**. Pesquisa 2015. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/conteudos/ibri/IBRI-2015.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2018.

DEMSETZ, H. Papers and Proceedings of The Seventy-Ninth. Annual Meeting of the American Economic Association. **The American Economic Review**, v. 57, n. 2, p. 347-359, 1967.

_____; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 155-177, 1985.

DETHAMRONG, U.; CHANCHARAT, N.; VITHESSONTHI, C.. Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Thailand **Research in International Business and Finance**, 2017.

DEY, A., ENGEL, E., LIU, X.. CEO and Board Chair Roles: To Split or Not to Split? **Journal of Corporate Finance**, p. 1595-1618, 2011.

DRISCOLL, J. C.; KRAAY, A. C.. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data, **Review of Economics and Statistics**, v. 80, n. 4, 549-560, 1998.

EASTERBROOK, F. H.. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

EGGER, P.; KEUSCHNIGG, C.; MERLO, V.; WAMSER, G.. Corporate Taxes and Internal Borrowing within Multinational Firms. **Journal Economic Policy**, 2014.

EREL, I.; MYERS, S. C.; READ, J. A.. A Theory Of Risk Capital. **Journal of Financial Economics**, 2015.

ERHARDT, N. L.; WERBEL, J. D.; SHRADER, C. B.. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 11, p. 102-111, 2003.

FAMA, E.. Agency Problems and the Theory of The Firm. **Journal of Political Economy**, p. 288-307, 1980.

FAN, J. P. H.; WONG, T. J.. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, p. 401-26, 2002.

FERREIRA JUNIOR, W. O.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; BASTOS, D. D. Evidências Empíricas dos Fatores Determinantes das Políticas de Dividendos das Firms Listadas na BOVESPA. **FACEF Pesquisa**, v. 13, p. 190-203, 2010.

FLORACKIS, C.; OZKAN, A.. Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence from the United Kingdom. **Accounting and Finance**, p. 531-553, 2009.

FONSECA, P. V.; JUCÁ, M. N.; NAKAMURA, W. T.; SANTOS, J. O.. **The Influence of Debt Tax Benefit in the Capital Structure**. GAI International Academic Conferences Proceedings, p. 56-72, 2017.

FRANK, M; GOYAL, V. K. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.

GARCIA, I. A. S.; MARTINS, O. S.. Estruturas De Propriedade e Controle e o Desempenho das Companhias Abertas Não Financeiras no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 7, n. 2, p. 110 -126, 2015.

GOMES, P. H. C. P. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A.. Determinantes da Política de Remuneração do Capital Próprio: Dividendos Versus Juros sobre Capital Próprio. REUNIR: **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 2, p. 62-84, 2015.

GOMEZ-MEJIA, L.R.; TOSI, H.; HINKIN, T.. Managerial Control, Performance, and Executive Compensation. **Academy of Management Journal**, p. 51–70, 1987.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C.. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, p. 187-243, 2001.

_____. LEARY, M. T.; ROBERTS, M.. A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America. **Journal of Financial Economics**, 2015.

GUJARATI, D. N., PORTER D. C. **Econometria básica**, 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

GUNTHER, H.. Pesquisa Qualitativa Versus Pesquisa Quantitativa: Esta É a Questão? **Psicologia: Teoria e Pesquisa**, v. 22 n. 2, p. 201-210, 2006.

HAIR, J.; BABIN, B.; SAMOUEL, P.; MONEY, A.. **Fundamentos de Métodos De Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALL, R. H. **Organizações: Estrutura, Processos e Resultados**. 8ª ed. São Paulo: Pearson Prentice-Hall, 2004.

HANIFFA, R.; HUDAIB, M.. Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. **Journal of Business Finance & Accounting**, p. 1034–1062, 2006.

HASAN, A.. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. **International Journal of Business and Management**, v. 4, n. 2, 2009.

HASAN, I.; CHUN, K. H.; WU, Q.. Beauty is in the Eye of the Beholder: The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Bank Loans. **Journal of Financial Economics**, 2014.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S.. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. **Financial Management**, v. 21, n. 4, p. 101-112, 1991.

HUTCHINSON, M. R.; MACK, J.; PLASTOW, K. P.. Who Selects the ‘Right’ Directors? An Examination of the Association Between Board Selection, Gender Diversity and Outcomes. **Accounting and Finance**, v. 55, n. 4, p. 1071–1103, 2015.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 2009. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf. Acesso em: 29 mai. 2018.

_____. **IBGC Atualiza Pesquisa de 2003 sobre o Panorama da Governança Corporativa no Brasil**, p.10-11, 2010. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/download/newsletter/IBGC%20news%2049_FINAL.pdf. Acesso em: 29 mai. 2018.

_____. **Origens da Governança Corporativa**, 2018. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa> Acesso em: 29 mai. 2018.

IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores. **Seminário Conclui: Governança Corporativa e Programa de RI Agregam Valor às Companhias**. Ano III, nº 033, p. 1, edição de 04 de Junho de 2002. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/IBRINews/IBRINews33.pdf>. Acesso em: 29 out. 2018.

IFC - International Finance Corporation. **Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina**, 2009. Disponível em: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/577e088048a7e3d19a47df6060ad5911/Guide_Portuguese.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=577e088048a7e3d19a47df6060ad5911. Acesso em: 29 mai. 2018.

JACKLING, B.; JOHL, S. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, p. 492-509, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, **American Economic Review**, p. 323-329, 1986.

JIRAPORN, P.; KIM, J. C., KIM, Y.S.; KITSABUNNARAT, P.. Capital Structure and Corporate Governance Quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). **International Review of Economics & Finance**, v. 22, n.1, p. 208-221, 2012.

JOHN, T. A.; JOHN, K.. Top Management Compensation and Capital Structure. **Journal of Finance**, p. 949-974, 1993.

JORNAL CONTÁBIL. **Os 9 maiores escândalos contábeis do mundo**, 2017. Disponível em < <https://www.jornalcontabil.com.br/os-9-maiores-escandalos-contabeis-do-mundo/>>. Acesso em: 22 mai. 2018.

JUNG, K.; KIM, Y.; STULZ, R.. Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision. **Journal of Financial Economics**, p. 159-185, 1996.

KIRSTEN, E.; DU TOIT, E.. The Relationship Between Remuneration and Financial Performance for Companies Listed on the Johannesburg Stock Exchange. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, 2018.

KLOCK, M. S.; MANSI, S. A; MAXWELL, W. F.. Does Corporate Governance Matter to Bondholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p. 693-719, 2005.

KOSE J.; KNYAZEVA, A.; KNYAZEVA, D.. Governance and Payout Precommitment. **Journal of Corporate Finance**, v. 33, p. 101-117, 2015.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, April 1999.

_____; _____; _____; VISHNY, R. W.. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, 2000.

_____; _____; _____; _____. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **Journal of Finance**, 2002.

LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; SILVA, A. L. Carvalhal; VALADARES, S. M.. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 07-18, 2002.

LEWELLEN, W. G.; LODERER, C.; MARTIN, K.; BLUM, G. Executive Compensation and The Performance of the Firm. **Managerial and Decision Economics**, v. 13, p. 65-74, 1992.

LIN, S.; TONG, N.; TUCKER, A. L.. Corporate Tax Aggression and Debt. **Journal of Banking & Finance**, 2014.

LODI, J. B. **Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

LORENZI, A. G. A.; PROCOPIUCK, M.; QUANDT, C. O.. Governança Corporativa: a Situação das Empresas Brasileiras em Relação às Melhores Práticas. **Revista Brasileira de Estratégia**, v. 2, n. 2, p. 105-119, 2009.

MAESTRI, C. O. N. M.; TERUEL, R. L. H.; RIBEIRO, K. C. S.. Governança Corporativa e o Impacto no Custo de Capital Próprio. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 4, 2016. Disponível em: <<http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/viewFile/302/pdf>>. Acesso em: 6 jun. 2018.

MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M.. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. **Journal of Banking and Finance**, p. 621-632, 2010.

MASSON, R. T.. Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance. The **Journal of Political Economy**, p. 1278-1292, 1971.

MATOS, P.. Uma Avaliação de “Dual Class Shares” no Brasil. **Um Estudo da Reforma do Novo Mercado**, relatório encomendado pelo CFA Institute, Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) e CFA Society Brazil, 2017. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf>. Acesso em: 31 mai. 2018.

MAURY, B.. Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 321-341, 2006.

MCCONNEL, J. J.; SERVAES, H.. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-612, 1990.

MEHRAN, Hamid. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, p. 163-184, 1995.

MISSIO, F.; JACOBI, L. F. Variáveis Dummy: Especificações de Modelos com Parâmetros Variáveis. **Ciência e Natura**, UFSM, v. 29, n. 1, p. 111 - 135, 2007.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOLINA, Hernan Ortiz. Executive Compensation and Capital Structure: The Effects of Convertible Debt and Straightdebt on CEO Pay. **Journal of Accounting and Economics**, p. 69-93, 2007.

MUNIANDY, B.; HILLIER, J.. Board Independence, Investment Opportunity Set and Performance of South African Firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, p. 108-124, 2015.

MURPHY, K. J.. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. **Journal of Accounting and Economics**, p. 11- 42, 1985.

MYERS, Stewart C. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* v. 5, p. 147-175, 1977.

_____. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

_____. MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, W. T; *et al.*. Determinant Factors of Capital Structure in the Brazilian Market: An Analysis of the Regression with Data Covering the Period from 1999 to 2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

NESS JÚNIOR, W. L.; ZANI, J.. Os Juros sobre o Capital Próprio *Versus* a Vantagem Fiscal do Endividamento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 36, n. 2, 2001.

NGUYEN, P.. Corporate Governance and Risk-Taking: Evidence from Japanese Firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, p. 278–297, 2011.

NISIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 6, p. 551-563, 2018.

OECD - Organization for Economic Co-operation and Development. **Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publication Service, 2004. Disponível em <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 20 mai 2018.

OGDEN, J. P.; JEN, F. C.; O'CONNOR, P. F.. **Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies**. Pearson College Division, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C.. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, 2007.

OZKAN, A. Determinants of Capital Structure and Adjustments to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance and Accounting*, p. 175 – 199, 2001.

PALIGOROVA, T.; XU, Z.. Complex Ownership and Capital Structure. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 701-716, 2012.

PONTE, V. M. R.; *et al.*. Motivações para a Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa Segundo Diretores de Relações com Investidores. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 9, n. 3, p. 255-269, 2012.

PREVOST, A. K.; RAO, R. P.; HOSSAIN, M.. Board Composition in New Zealand: An Agency Perspective. **Journal of Business, Finance and Accounting**, p. 731-760, 2002.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBARGER, A. A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.

RECHNER, P. L.; DALTON, D. R.. CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. **Strategic Management Journal**, p. 155-60, 1991.

RODRIGUEZ, G. M.. **O Papel do Investidor Minoritário no Mercado de Capitais Brasileiro.** Conselho regional de economia. Disponível em: http://www.coreconsp.org.br/images/upload/file/OpapeldoinvestidorMinorityYrio_1285962149.pdf. Acesso em: 29 mai. 2017.

ROSE, C.. Does Female Board Representation Influence Firm Performance?: The Danish Evidence. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, p. 404-413, 2007.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M.. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SANTOS SILVA, C. C.; MARTINS, O. S.. Valor e Práticas de Governança Corporativa das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 3, p. 26-41, 2015.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 2, 1997.

SILVA, A. L. C.; Leal, R. P. C.. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*. São Paulo, v. 3, n.1, p.1-18, 2005.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; SILVEIRA, A. D. M.. Governança Corporativa e Retorno Anormal em Aquisições: Evidências do Brasil. In: Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro. Encontro Brasileiro de Finanças, 2016. Disponível em: <http://sbfin.org.br/wp-content/uploads/2016/05/179-Governança-Corporativa-e-Retorno-Anormal-em-Aquisições-Evidências-do-Brasil-versão-final.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2018.

_____; _____. NARDI, R. Y. S.. Governança Corporativa e Criação de Valor em Aquisições. **REGE - Revista de Gestão**, v. 23, p. 222-232, 2016.

_____; _____. LIMA, I. S.. Dupla Listagem, Alavancagem e Maturidade da Dívida Cross-Listing, Leverage, and Debt Maturity. **REGE - Revista de Gestão**, v. 24, p. 98-109, 2017.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R.. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

_____. É bom ter controlador. **Capital Aberto**, in Governança Corporativa, 5ª ed., 1 de janeiro de 2004. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/e-bom-ter-controlador/#.WTvfRDOZNE4>>. Acesso em: 9 jun. 2018.

_____; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R.. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

_____; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

_____; LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A.; BARROS, L. A. C.. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 3, p.173-189, 2009.

SIMPSON, W. G.; GLEASON, A. E.. Board Structure, Ownership, and Financial Distress in Banking Firms. **International Review of Economics & Finance**, p. 281-292, 1999.

STREBULAEV, I. A.; YANG, B.. The Mystery of Zero-Leverage Firms. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 1, p. 1-23, 2013.

STROM, R. O.; D'ESPALLIER, B.; Mersland, R.. Female Leadership, Performance, and Governance in Microfinance Institutions. **Journal of Banking and Finance**, v. 42, p. 60-75, 2014.

STULZ, R.. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. **Journal of Financial Economics**, p. 3-28, 1990.

SUN J.; DING, L.; GUO, J. M.; LI, Y.. Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 4, p. 448-463, 2015.

THIEL, A.. Rescaling of Resource Governance as Institutional Change: Explaining the Transformation of Water Governance. **Environmental Policy & Governance**, v. 24, p. 289-306, 2014.

TSUI, J. S. L.; JAGGI, B.; GUL, F. A. CEO Domination, Growth Opportunities, and Their Impact on Audit Fees. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, p. 189-208, 2001.

TURKI, A.. Board Composition, Executive Remuneration, and Corporate Performance: The Case of REITS **Corporate Ownership & Control**, v. 2, 2004.

UCHIDA, K.. Does Corporate Board Downsizing Increase Shareholder Value?: Evidence from Japan. **International Review of Economics & Finance**, v. 20, n. 4, p. 562-573, 2011.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C.. Ownership And Control Structure of Brazilian Companies. **Revista ABANTE**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VEPRAUSKAITE, E.; ADAMS, M.. Do Powerful Chief Executives Influence the Financial Performance of U.K. Firms? **The British Accounting Review**, p. 229-241, 2013.

VIEIRA, S. F. A.; *et al.*. A Importância das Práticas de Governança Corporativa a Luz do Princípio da Transparência: Um Estudo de Caso em uma Empresa do Setor de Não Tecidos. **Perspectiva**, Erechim. v. 39, n. 146, p. 137-149, 2015.

VITHESSONTHI, C., TONGURAI, J.. The Effect of Leverage on Performance: Domestically-Oriented Versus Internationally-Oriented Firms. **Research in International Business and Finance**, p. 265-280, 2015.

WANG, H.; YANG, Z.; ZHANG, H.. **Entrepreneurial Finance with Equity-for-Guarantee Swap and Idiosyncratic Risk**. European Journal of Operational Research, v. 241, n. 3, p. 863-871, 2015.

WELCH, I.. Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial-Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes. **International Review of Finance**, v. 11, n. 1, p. 1-17, 2011.

WEN, Y.; RWEGASIRA, K., BILDERBEEK, J.. Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms. **Corporate Governance: An International Review**, p. 75-83, 2002.

WESTPHAL, J. D.; ZAJAC, E. J. Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection. **Administrative Science Quarterly**, p. 60-83, 1995.

WIWATTANAKANTANG, Y.. An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 7, p. 371-403, 1999.

_____. Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 9, 323-362, 2001.

WOOLDRIDGE, J. M.. **Introdução à Econometria**: uma Abordagem Moderna, 6º ed. São Paulo: Cengage Learning, 2017.

YAMAMOTO, M. M.; PRADO, J. E.. Governança e o Valor das Empresas: O Respeito dos Acionistas é um Dever Moral das Companhias que Captam Recursos do Público. São Paulo: **Revista BOVESPA**, n. 88, p. 42-43, 2003.

ZATTONI, A.; CUOMO, F.. Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. **Corporate Governance: An International Review**, 2008.

APÊNDICE A. Estatística Descritiva

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
alav1	overall	.4439019	.2674867	.0093014	.9986717	N = 309
	between		.2570437	.026803	.9821556	n = 39
	within		.0799585	.1085798	.6510479	T-bar = 7.92308
alav2	overall	.4075088	.2772988	.00498	.9985933	N = 309
	between		.267516	.0157186	.9801343	n = 39
	within		.0794969	.1393906	.6367111	T-bar = 7.92308
alav3	overall	.2811752	.4417696	-3.501623	.9971913	N = 310
	between		.3194936	-.264502	.975134	n = 39
	within		.3077987	-2.978224	1.181559	T = 7.94872
alav4	overall	.1291276	2.963037	.0245148	.724912	N = 311
	between		2.949461	.0291486	.025865	n = 39
	within		.5006337	-.6290973	6.290451	T = 7.97436
tamanho	overall	9.913364	1.279569	6.690266	13.7103	N = 311
	between		1.237479	7.701226	13.4912	n = 39
	within		.3684759	8.096295	11.63535	T = 7.97436
crescven	overall	.1486192	.2746919	-.71456	2.79601	N = 310
	between		.1138939	-.0104323	.5794369	n = 39
	within		.2517449	-.5555085	2.365192	T-bar = 7.94872
roa	overall	.0815402	.0674582	-.1341863	.6285775	N = 311
	between		.0501933	-.0063006	.2621791	n = 39
	within		.0456135	-.1316906	.4479387	T = 7.97436
dproa	overall	.0482027	.0517489	.0073066	.6879103	N = 311
	between		.0322775	.0136204	.1878082	n = 39
	within		.0406976	-.0992625	.5483048	T = 7.97436
roe	overall	.1285333	.2245989	-.70969	1.79328	N = 309
	between		.1763515	-.180259	.9667071	n = 39
	within		.1405758	-.4508618	.9551062	T-bar = 7.92308
roic	overall	.1216342	.1462207	-.153014	1.642702	N = 311
	between		.1096504	-.0056885	.6762949	n = 39
	within		.0979285	-.3723027	1.088041	T-bar = 7.97436
dproic	overall	.0631656	.0833378	.0123453	.5555077	N = 312
	between		.0842918	.0123453	.5555077	n = 39
	within		0	.0631656	.0631656	T = 8
idade	overall	54.08974	33.22424	9	132	N = 312
	between		33.52432	3.5	128.5	n = 39
	within		2.294969	50.58974	57.58974	T = 8
conprop	overall	.4935897	.5007621	0	1	N = 312
	between		.4720378	0	1	n = 39
	within		.1815439	-.3814103	1.36859	T = 8
consindep	overall	.3660526	.2131794	0	1	N = 293
	between		.1803849	.10038	.7627557	n = 38
	within		.1175384	-.0573074	.8035488	T-bar = 7.71053
dualceo	overall	.0633333	.2439685	0	1	N = 300
	between		.2169934	0	1	n = 38
	within		.1138414	-.8116667	.8133333	T-bar = 7.89474
mulhcons	overall	.0729167	.0992991	0	.428571	N = 299
	between		.0680179	0	.3537386	n = 38
	within		.0747844	-.0699408	.9300592	T-bar = 7.86842

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
tamcons	overall	9.253333	2.265597	5	16	N = 300
	between		2.083618	5.625	14.25	n = 38
	within		.9506454	3.628333	12.50333	T-bar = 7.89474
stock	overall	.6794872	.4674234	0	1	N = 312
	between		.4403524	0	1	n = 39
	within		.1701144	-.1955128	1.054487	T = 8
invest~1	overall	.0459242	.0387181	.2855115	.0000213	N = 297
	between		.0303821	-.1435597	-.0050081	n = 38
	within		.024423	-.2673991	.0127673	T-bar = 7.81579
fco	overall	.0950224	.1604611	-.2183959	1.685299	N = 311
	between		.1341821	-.0110726	.8551589	n = 39
	within		.0899545	-.4850673	.9251626	T = 7.97436
ilc	overall	2.500293	2.872154	.0955448	20.85295	N = 311
	between		2.685181	.1348917	12.60941	n = 39
	within		1.08717	-1.784987	11.09704	T = 7.97436

APÊNDICE B. Análise de Correlação

	alav1	alav2	alav3	alav4	tamanho	crescven	roa	dproa	roe	roic	dproic	idade
alav1	1.0000											
alav2	0.9096	1.0000										
alav3	0.6319	0.5210	1.0000									
alav4	-0.3984	-0.3828	-0.1741	1.0000								
tamanho	0.4491	0.3460	0.3441	-0.2942	1.0000							
crescven	-0.1398	-0.1244	-0.0034	0.0176	-0.2225	1.0000						
roa	-0.2627	-0.2542	-0.1755	0.0101	-0.2275	0.0994	1.0000					
dproa	-0.1933	-0.1668	-0.0758	0.0023	-0.2946	0.2332	0.0377	1.0000				
roe	-0.0007	0.0043	-0.0681	-0.1301	-0.0758	0.0340	0.4751	0.0610	1.0000			
roic	0.0313	-0.0185	-0.0189	-0.1631	-0.0044	0.0403	0.5840	0.1016	0.8034	1.0000		
dproic	-0.0241	-0.0308	0.0266	0.0352	0.0534	0.0318	0.2954	0.0980	0.4895	0.5116	1.0000	
idade	-0.0957	-0.0516	-0.0176	0.0927	-0.0341	-0.1319	0.1948	-0.1083	-0.0109	-0.0325	-0.1955	1.0000
conprop	0.0596	0.0062	0.1377	0.1677	0.3348	-0.0959	-0.0832	0.1015	-0.1548	-0.0994	-0.1025	0.0968
consindep	-0.0328	0.0269	0.0610	-0.0446	-0.1699	0.0235	0.1598	-0.0812	0.0607	-0.0228	-0.1748	0.1531
dualceo	-0.0649	-0.0697	-0.1051	-0.0445	0.0928	0.0416	-0.0519	-0.1333	0.0062	0.0218	-0.0144	-0.1933
mulhcons	0.2881	0.2484	0.2319	-0.0639	0.1968	-0.0497	-0.1046	-0.0074	0.0607	0.0848	-0.0636	0.0245
tamcons	-0.1482	-0.2070	-0.0377	-0.0108	0.0948	0.0049	0.1935	-0.0050	0.0160	0.0789	0.0897	0.0064
stock	-0.0574	0.0173	-0.0091	-0.3038	0.0163	-0.0052	0.0257	0.0762	0.0431	0.0566	0.1253	-0.1773
investcapi~l	0.0539	0.0273	-0.0145	0.0983	-0.2675	0.0314	-0.0440	-0.0231	-0.0220	-0.0259	-0.0610	-0.0892
fco	-0.0512	-0.0864	-0.0432	-0.1098	-0.0806	-0.0259	0.3924	0.0135	0.2204	0.2853	0.0143	0.1584
ilc	0.6022	0.6039	0.3187	-0.2697	0.2299	-0.0506	-0.2279	-0.0577	0.0764	0.0810	-0.0772	-0.0686
	conprop	consindep	dualceo	mulhcons	tamcons	stock	invest~l	fco	ilc			
conprop	1.0000											
consindep	-0.1886	1.0000										
dualceo	0.0162	0.0773	1.0000									
mulhcons	0.0701	0.0418	-0.1396	1.0000								
tamcons	0.0861	0.0083	-0.0007	-0.1001	1.0000							
stock	-0.2090	0.0522	0.1385	-0.0559	-0.3245	1.0000						
investcapi~l	0.0283	-0.0081	-0.0026	0.0700	-0.1680	0.0509	1.0000					
fco	-0.1308	0.2323	0.0132	0.0650	-0.0221	0.1045	-0.1870	1.0000				
ilc	-0.0738	-0.0202	0.0470	0.3311	-0.2873	0.0714	0.1096	-0.0558	1.0000			